

Udviklingen i det internationale valutasystem siden 1945

Bodil Nyboe Andersen

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

Henning Holten

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: The paper gives a survey of the development of the international monetary system since 1945 with the gradual abolishment of the rules established by the Bretton Woods-agreement.

Hovedtendensen i den internationale valutaudvikling har været, at valuta-fondssystemet, som man etablerede efter 2. verdenskrig, trin for trin er blevet undermineret. Fra et system præget af faste spilleregler er man kommet over i en situation, hvor markedskræfterne i princippet er dominerende, omend der stadig sker en vis politisk styring af udviklingen. Denne ændring af valutasystemet er imidlertid ikke foregået jævnt, men via en række omfattende og alvorlige valutakriser, som har tvunget myndighederne til at opgive stadig flere af de vedtagne regelsæt. Det har gang på gang vist sig, at de enkelte landes myndigheder – selv hvor de forsøgte at handle i overensstemmelse med hinanden – er kommet til kort over for de store spekulative kapitalbevægelser, som har kunnet foregå i løbet af ganske kort tid.

I det følgende er udviklingen siden 1945 beskrevet med hovedvægt på de mere generelle træk ved udviklingen.

1945-1960: Overgangen til fuld konvertibilitet

Under 2. verdenskrig planlagde man ved en konference i Bretton Woods i USA det internationale valutasystem, som skulle træde i kraft efter krigen. Erfaringerne fra 1930'erne havde vist, at i en international krisesituation forsøgte alle lande at vælte problemerne over på hinanden ved at indføre handels- og valutarestriktioner samt devaluere. Man lagde derfor vægt på, at det nye

Udviklingen i det internationale valutasystem siden 1945

Bodil Nyboe Andersen

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

Henning Holten

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: The paper gives a survey of the development of the international monetary system since 1945 with the gradual abolishment of the rules established by the Bretton Woods-agreement.

Hovedtendensen i den internationale valutaudvikling har været, at valuta-fondssystemet, som man etablerede efter 2. verdenskrig, trin for trin er blevet undermineret. Fra et system præget af faste spilleregler er man kommet over i en situation, hvor markedskræfterne i princippet er dominerende, omend der stadig sker en vis politisk styring af udviklingen. Denne ændring af valutasystemet er imidlertid ikke foregået jævnt, men via en række omfattende og alvorlige valutakriser, som har tvunget myndighederne til at opgive stadig flere af de vedtagne regelsæt. Det har gang på gang vist sig, at de enkelte landes myndigheder – selv hvor de forsøgte at handle i overensstemmelse med hinanden – er kommet til kort over for de store spekulative kapitalbevægelser, som har kunnet foregå i løbet af ganske kort tid.

I det følgende er udviklingen siden 1945 beskrevet med hovedvægt på de mere generelle træk ved udviklingen.

1945-1960: Overgangen til fuld konvertibilitet

Under 2. verdenskrig planlagde man ved en konference i Bretton Woods i USA det internationale valutasystem, som skulle træde i kraft efter krigen. Erfaringerne fra 1930'erne havde vist, at i en international krisesituation forsøgte alle lande at vælte problemerne over på hinanden ved at indføre handels- og valutarestriktioner samt devaluere. Man lagde derfor vægt på, at det nye

system skulle indeholde aftaler, så man i fremtiden undgik lignende sammenbrud. Det er således centralt i valutafondsoverenskomsten, at valutakursfastsættelsen opfattes som et internationalt anliggende og ikke blot som et nationalt.

Systemets idé var, at alle lande skulle holde faste valutakurser, men at disse skulle ændres i tilfælde af »fundamental uligevægt« på betalingsbalancen. Da der ikke skulle ske justeringer ved mindre betalingsbalanceuligevægte, blev der samtidig aftalt visse trækningsmuligheder i valutafonden, så man på den måde kunne finansiere kortvarige underskud og få frist til at genoprette betalingsbalanceligevægt ved andre indgreb, først og fremmest i form af justeringer af den indenlandske efterspørgsel og beskæftigelse.

De faste kurser blev defineret i forhold til guld, men det afgørende var, at USA garanterede forbindelsen mellem dollar og guld, idet man erklærede sig villige til at omveksle til en pris på 35 dollar pr. ounce guld. I det hele var systemet kendetegnet ved, at man opfattede både dollar og guld som basale reserveaktiver, og valutafondssystemet er da også ofte blevet karakteriseret som »dollarfod« i modsætning til tidligere tiders »guldfod«. Systemet indebar, at USA fastholdt den officielle guldpriis også på det frie marked (indtil 1968), idet man solgte guld, hvis prisen truede med at stige over 35 dollar pr. ounce.

Tilsyneladende havde man fået etableret et godt valutasystem, for bortset fra en enkelt større kursjustering i 1949, hvor dollarkursen blev gjort mere realistisk ved, at en lang række lande med England i spidsen devaluerede, skete der ingen større valutapolitiske begivenheder i årene indtil 1960. Man må dog ved denne vurdering holde sig for øje, at når systemet tilsyneladende fungerede så godt, var det bl.a. fordi det ikke fik lov til at fungere frit. I 1950'erne havde næsten alle lande omfattende told- og handelsrestriktioner, og det var derfor forholdsvis let at sikre betalingsbalanceligevægt, for man begrænsede simpelt hen importen. Selv hvad angår de løbende betalinger, blev de vesteuropæiske valutaer først konvertible i 1958, så indtil da kunne større valutakriser faktisk ikke opstå.

Tilmed havde man fra 1950 til 1958 Den europæiske Betalingsunion (EPU), der sikrede multilateral clearing mellem de vesteuropæiske lande. Lande, der havde et underskud i den samlede handel med de øvrige deltagerlande, kunne inden for visse kvoter få dette underskud finansieret ved kredit hos EPU. Overskudslandene fik dels et tilgodehavende hos EPU, dels en udbetaling i dollar, idet EPU rådede over en grundkapital, der var stillet til rådighed af USA.

Den meget lange årrække uden nævneværdige kursændringer havde imidlertid forrykket opfattelsen af ideen med »faste, men justerbare« kurser fra kurs-

stabilitet til kursstivhed. Eller sagt på en anden måde: Ved aftalen om valuta-fonden ønskede man et system, der sikrede, at valutakursændringer foregik under ordnede forhold, mens det efterhånden blev en almindelig opfattelse, at man med alle til rådighed stående midler måtte hindre en kursændring, ganske uanset hvor betydelig en betalingsbalanceuligevægt det pågældende land måtte have.

1960-1968: De undertrykte valutakriser - reservevalutaerne under pres

Den omtalte opfattelse af valutakursændringer som den absolut sidste udvej til løsning af et betalingsbalanceproblem gav anledning til en lang række valutakriser i 1960'erne. Først og fremmest kom der pres på de to reservevalutaer sterling og dollar. Både England og USA var meget længe om at erkende svækkelsen af deres valutaer, og de forsøgte i adskillige år at klare kriserne med en række ad hoc indgreb, og først da det var uomgængeligt nødvendigt, greb de til en devaluering. Når det drejer sig om reservevalutaer (dvs. valutaer, som andre lande i betydelig udstrækning holder som valutareserver), er modstanden mod en devaluering på en måde dobbelt: Dels er der den almindelige politiske modvilje mod kursændringer, som alle lande syntes at nære i 1960'erne, dels er der det helt særlige problem, at andre landes beholdninger af reservevalutaerne vil tabe i værdi - forstået som international købekraft - ved devalueringen. Desuden forfægtede USA helt op til 1971 det synspunkt, at man ikke kunne devaluere dollaren, fordi alle andre valutaer i en sådan situation blot ville følge dollaren, så det samlede resultat alene ville blive, at alle valutaer blev devalueret i forhold til guld. Som en konsekvens af denne opfattelse - som skulle vise sig at være forkert - fremhævede USA, at tilpasningen af de relative kurser skulle ske ved at de øvrige lande justerede deres kurser, og specielt at lande i stærk betalingsbalanceposition revaluerede deres valutaer.

England devaluerede i 1967, og man kunne da indse, at det burde være sket længe før. I 1964 var der en alvorlig sterlingkrise, men i stedet for en kursændring valgte man i de følgende år at indføre en 15% importafgift, forhøje diskontoen, indføre valutarestriktioner og lave en særlig beskæftigelsesskat, som især begunstigede de vareproducerende erhverv og belastede servicefagene. Desuden indrettede man i høj grad sin øvrige økonomiske politik efter udviklingen på betalingsbalancen, således at man strammede, når betalingsbalancen forringedes, og lempede, når den udviklede sig mere positivt. Denne form for økonomisk politik er blevet betegnet »stop-go«, og det siger sig selv, at de indenlandske konsekvenser var yderst uheldige. Indgrebene var imidlertid

ikke tilstrækkelige, og i tiden op til 1967 havde England flere valutakriser og fik massiv støtte fra valutafonden og fra andre landes centralbanker.

USA's problem var lidt anderledes, idet det navnlig var den store kapitaludstrømning, der voldte problemer, mens Englands betalingsbalanceproblemer især skyldtes en dårlig konkurrenceevne, og altså et stort underskud på de løbende poster. Man kan måske sige, at USA var i lidt af et dilemma: For at andre lande, især Vesteuropa, kunne opbygge stadig større valutabeholdninger, var der behov for, at USA havde en nettoudstrømning af dollar til den øvrige verden. Når dollaren er reservevaluta, er sådan udstrømning nødvendig i en periode med voksende behov for valutareserver i den øvrige verden. Problemet var imidlertid, at dollarudstrømningens størrelse ikke var dikteret af internationale hensyn til likviditetsskabelsen, men hovedsagelig af den økonomiske politik i USA. Mens andre lande må finansiere deres underskud ved brug af deres valutareserver («asset settlement»), kan et reservevalutaland få finansieret et underskud ved at udstede fordringer på sig selv («debt settlement») – og vel at mærke fordringer, der ikke skal afdrages og forrentes som almindelige lån, men som vil blive holdt som likvide reserveaktiver i andre lande.

Samtidig er en sådan dollarudstrømning ensbetydende med et underskud på betalingsbalancen (løbende poster + kapitalbevægelser), og et underskud opfattes i alle andre tilfælde som et svaghestegn. Derfor steg mistilliden til dollaren, jo hurtigere dollarudstrømningen foregik, og det forstærkedes yderligere af, at USA's guldbeholdning faldt kraftigt, fordi andre lande i stigende grad krævede deres dollar omvekslet til guld. Tabel 1 viser forholdet mellem USA's guldreserver og valutaforpligtelser (dvs. andre landes dollarbeholdninger). Allerede i 1960 blev forpligtelsen større end beholdningen, og fra det tidspunkt kunne man altså drage konvertibilitetsløftets reelle indhold i tvivl. Guldudstrømningen foregik via Londons guldmarked, hvor USA sammen med en række europæiske centralbanker («guldpuljen») havde garanteret guldprisen og var villige til at levere guld til den officielle pris.

USA forsøgte med en række forskellige indgreb at mindske dollarudstrømningen, bl.a. med en særlig renteudligningsskat, der gjorde det dyrere for udlændinge at låne i USA. Herudover fik man etableret yderligere lånemuligheder mellem de vigtigste industrilande (10-lande gruppen). Samtidig opbyggedes de såkaldte Swapaftaler mellem centralbankerne. Disse aftaler kan karakteriseres som en slags gensidige løfter om at åbne trækningsrettigheder i tilfælde af valutakriser, og centralbankerne har altså på forhånd lovet hinanden støtte ved pres mod en valuta. På trods af dette fortsatte dollarudstrømningen, og USA's guldreserver faldt stadig hurtigere. I 1968 måtte man derfor opgive

TABEL 1: *USA's guldreserver og officielle forpligtelser over for udlandet*

Mia. US \$	Guld- reserver	Officielle forplig- telser over for udlandet	Forholdet mellem forpligtelser over for udlandet og guldreserver
1949	24.56	6.94	0.28
1950	22.82	8.89	0.39
1951	22.87	8.85	0.39
1952	23.25	10.43	0.45
1953	22.09	11.36	0.51
1954	21.79	12.45	0.57
1955	21.75	13.52	0.62
1956	22.06	14.90	0.68
1957	22.86	15.83	0.69
1958	20.58	16.85	0.82
1959	19.51	19.43	1.00
1960	17.80	21.03	1.18
1961	16.95	22.94	1.35
1962	16.06	24.27	1.51
1963	15.60	26.39	1.69
1964	15.47	29.36	1.90
1965	14.07	29.57	2.10
1966	13.24	31.02	2.34
1967	12.07	35.67	2.96
1968	10.89	38.47	3.53
1969	11.86	45.91	3.86
1970	11.07	46.96	4.24
1971	11.08	67.81	6.12
1972	10.49	82.88	7.90
1973	11.65	92.37	7.93
1974	11.83	119.10	10.07
1975	11.26	125.98	11.19

KILDE: Crockett (1977).

at fastholde guldprisen på det frie marked og lukke for guldudstrømning til private købere. Andre landes centralbanker kunne stadig købe guld hos USA til den hidtil gældende guldpris, men de måtte forpligte sig til ikke at videre-sælge dette guld uden for centralbankernes kreds.

Hermed afbrød man i realiteten den forbindelse mellem dollar og guld, som hele valutafondsftalen var baseret på, og selv om man formelt fastholdt værdien, skulle det vise sig at være uden reel betydning. Ved at lade guldprisen

få lov til at stige på det frie marked, tog man det første skridt væk fra det oprindelige valutafondssystem, idet forholdet mellem på den ene side dollar og alle andre valutaer og på den anden side guld blev gjort flydende og markedsbestemt.

Både sterling-devalueringen i 1967 og lukningen af guldsalget fra USA i 1968 var eksempler på, at markedets kræfter sejrede over myndighederne. På trods af store anstrengelser for at undgå disse indgreb måtte myndighederne til sidst give efter for presset. Disse begivenheder var derfor med til at skabe en fornemmelse af systemets magtesløshed over for massive spekulationsbølger, og det svækkede naturligvis tilliden til myndighedernes udtalelser under senere valutakriser.

Det blev samtidig mere og mere klart, at de faste kurser nærmest opmuntrede til spekulation. Fik man mistanke om, at en valuta ville blive revalueret, kunne man flytte sin likvide kapital over i den pågældende valuta. Hvis forventningerne holdt stik, gav det en gevinst, men hvis revalueringen ikke blev til noget, kostede det kun transaktionsomkostningerne, da man i alt fald ikke risikerede, at den pågældende valuta faldt i værdi. Det var med andre ord relativt farefrit at spekulere i kursændringer, fordi det altid var oplagt, i hvilken retning en valutakurs ville blive ændret, hvis den overhovedet blev justeret.

1968–1969: Europæisk tilpasning

I EF-landene var holdningen til kursændringer endnu mere afvisende end i de fleste andre lande. Man havde nemlig den specielle vanskelighed, at EF's landbrugsordninger var baseret på faste valutakurser. Men samtidig var der ikke den politiske vilje til at sikre de faste kurser gennem en nogenlunde ensartet økonomisk politik i EF-landene, som kunne mindske spændingerne mellem de forskellige valutaer.

I årene 1968–69 var det navnlig forholdet mellem Tyskland og Frankrig, som voldte problemer, idet der blev spekuleret i en fransk devaluering og en tysk revaluering, hvilket gav anledning til store kapitalbevægelser fra Frankrig til Tyskland. I Frankrig havde urolighederne i 1968 resulteret i betydelige lønstigninger og dermed en forringet konkurrenceevne, mens Tyskland havde haft en overlegen konkurrenceevne både i kraft af sin tekniske udvikling og den stærkt tilbageholdende politik over for løn- og prisstigninger op igennem 1960'erne.

Såvel i Frankrig som i Tyskland forsøgte man ved andre indgreb at undgå kursændringer. Tyskland gik endog så langt som til at lægge afgifter på eksporten og subsidiere importen – altså en faktisk, men ikke formel revaluering. I

sommeren 1969 blev franc'en alligevel devalueret 12 1/2 pct., og i efteråret 1969 blev DM revalueret med ca. 10 pct. Det bemærkelsesværdige ved denne revaluering af DM var, at man ikke straks lagde sig fast på en ny værdi, men lod DM være flydende et stykke tid inden den nye paritet blev fastlagt. Dette var det første eksempel på, at en af hovedvalutaerne blev gjort flydende i en krisesituation. Valutafonden og dens statutter viste sig her som ved senere lejligheder magtesløse over for selv åbenlyse brud på spillereglerne.

1970-1971: Stigende uligevægt - Europa og Japan over for USA

Opskrivningen af DM viste sig at være utilstrækkelig til at hindre spekulation i en fornyet tysk revaluering. DM fik nu følgeskab af en anden stærk valuta: den japanske yen.

I perioden 1970-71 uddybedes uligevægten mellem på den ene side dollaren og på den anden side yen og de europæiske valutaer, især DM. Dette gav anledning til periodisk meget voldsomme kapitalbevægelser, som blev yderligere forstærket af, at man i Europa førte en relatiyt stram pengepolitik for at begrænse efterspørgslen. Den høje rente i Europa og den relativt lave rente i USA (som havde behov for en efterspørgselsstimulerende økonomisk politik) virkede yderligere i retning af at stimulere kapitalbevægelser ud af USA.

Resultatet blev, at USA i august 1971 suspenderede dollarens guldindløselighed også i transaktioner mellem centralbanker og samtidig fremlagde planer om en række handelspolitiske indgreb, bl.a. særtold. Herefter fulgte en periode, hvor de fleste større industrilandes valutaer flød i forhold til dollar.

USA's udspil var utvivlsomt ment som en trussel mod Vesteuropa og Japan, og det gav i efteråret 1971 anledning til en serie forhandlinger, hvor et af hovedpunkterne var, hvem der egentlig skulle ændre kursen: skulle dollaren devalueres, eller skulle de stærke valutaer, først og fremmest yen og DM, revalueres? På en måde forekommer denne diskussion relativt irrelevant, idet det afgørende for konkurrenceevnen og dermed betalingsbalancen må være de relative kurser. Det var imidlertid et område, hvortil der var knyttet meget stor prestige, og man opfattede også i nogen grad problemet som et spørgsmål om, hvem der egentlig bar skylden for valutauroen.

1971-1973: Smithsonian-aftalen og dens forlis

Resultatet af forhandlingerne blev et kompromis mellem synspunkterne, idet man fik en dollardevaluering på knap 8 pct. og en gennemsnitlig revaluering for alle de øvrige lande på ca. 2 pct., altså reelt en devaluering af dollaren på ca. 10 pct.

Disse kursjusteringer var resultatet af langvarige forhandlinger, der endte med vedtagelsen af den såkaldte Smithsonian-aftale (opkaldt efter den institution i Washington, hvor forhandlingerne foregik). Aftalen er det første eksempel på, at kursjusteringer foretages ved egentlig international aftale og ikke blot ved de enkelte landes beslutning.

Foruden kursjusteringerne vedtog man ved Smithsonian-aftalerne, at der fortsat skulle være faste kurser (centralkurser), men at der skulle være en større udsvingsmargen, idet man fremtidig ville tillade alle valutaer et udsving på $\pm 2\frac{1}{4}$ pct. i forhold til centralkursen på dollar mod tidligere kun ± 1 pct. Dette udsvingsområde fik den populære betegnelse »tunnelen«. Forbindelsen til guld blev yderligere svækket, idet USA på trods af anmeldelsen af en ny paritet til valutafonden (38 dollar pr. ounce guld) ikke genindførte adgangen til at få officielle dollarbeholdninger omvekslet til guld.

Efter afslutningen af Smithsonian-aftalerne var der en betydelig optimisme, idet man følte, at det nu var lykkedes ved international aftale at få etableret en ny struktur, der ikke var væsensforskellig fra den gamle, men som på grund af den lidt større variabilitet inden for tunnelen antoges at ville gøre det mindre attraktivt at spekulere mod en valuta.

For EF-landene gav aftalerne et særligt problem, idet udsvingene i forhold til dollaren som nævnt blev øget. Det betød samtidig, at udsvingene mellem to EF-valutaer kunne komme helt op på 9 pct., nemlig hvis den ene valuta bevægede sig fra nederste position i tunnelen til den øverste og altså forøgede sin værdi i forhold til dollar med $4\frac{1}{2}$ pct., mens en anden samtidig bevægede sig modsat og formindskede sin dollarværdi med $4\frac{1}{2}$ pct. Så store udsving blev anset for uacceptable i det europæiske samarbejde, og man vedtog derfor i foråret 1972, at EF-landenes valutaer skulle holde sig inden for den såkaldte »slange«, hvor udsvingene mellem 2 EF-valutaers dollarværdi maksimalt kunne være det halve af udsvingene inden for tunnelen. Dette blev så til den konstruktion, der kaldtes »Slangen i Tunnelen«, idet man både skulle overholde Smithsonian-aftalen og EF-aftalen samtidig. Foruden EF-landene tilsluttede Danmark, Norge, England og Irland sig aftalen.

På trods af optimismen efter Smithsonian-aftalen kom man ind i en periode på ca. 2 år med næsten uafbrudte valutakriser. Den kurstilpasning, der var foretaget i 1971, var længe om at virke, og spekulationsbølgerne blev stadig større. Allerede i juni 1972 kom der et sådant pres på sterling, at England måtte opgive den aftalte centralkurs og sammen med Irland forlade Slangesamarbejdet og lade sterling flyde. Dette førte ret hurtigt til en faktisk devaluering af sterling med ca. 10 pct. i forhold til den kurs, der var aftalt i december 1971.

I februar 1973 rettede spekuleringen sig påny mod dollar, og den blev devalueret med 10 pct. I modsætning til den langvarige diskussion og den megen bekymring, der gik forud for devalueringen i 1971, foregik denne devaluering knap 1 ½ år senere uden større debat. Det er måske mere end noget andet bevis på den mentalitetsændring, der var sket hos de myndigheder, der har ansvaret for valutapolitikken. Dollardevalueringen formåede imidlertid ikke at standse valutauroen, og kort efter blev resultatet, at de lande, der deltog i Slangesamarbejdet, vedtog at lade deres valutaer flyde i fællesskab i forhold til dollar – eller sagt på en anden måde: tunnelen eksisterede ikke mere, men slangen levede videre. Samtidig sluttede Sverige sig til samarbejdet, men de tre EF-lande Italien, England og Irland stod udenfor.

1973: Flydende kurser

Fra marts 1973 har man således haft flydende valutakurser. Men i modsætning til det teoretisk rendyrkede system, hvor alle valutaers værdi fastlægges alene ved en markedsstyret proces, så bliver de flydende kurser man nu har i høj grad påvirket af centralbankernes operationer, og man kan altså tale om »styret flydning«. Desuden er der en række mindre valutaer, som ikke flyder frit, men følger større valutaer (blokflydning) eller et sammenvæjet udtryk for flere valutaers bevægelser.

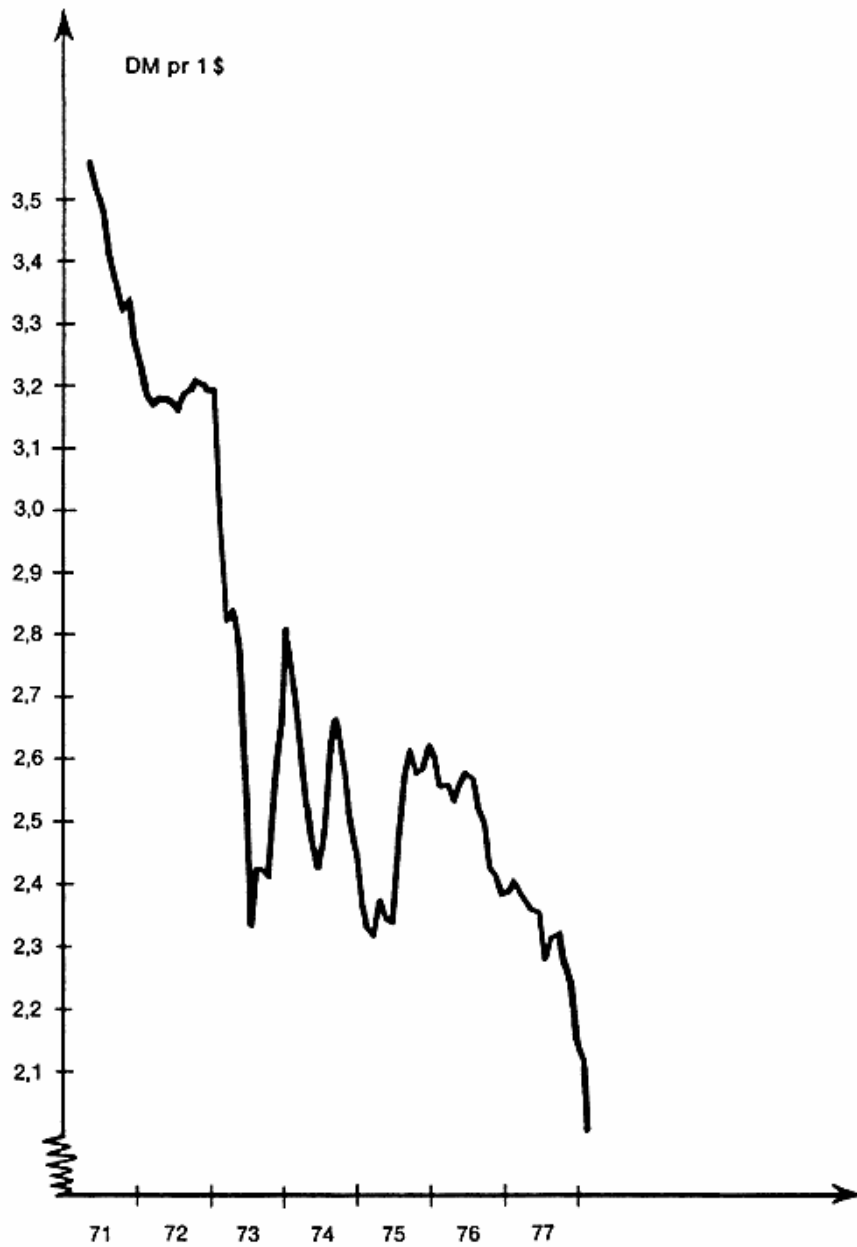
Det kendteste eksempel på blokflydning er resterne af det oprindelige EF-projekt: Slangesamarbejdet. Efter at Frankrig udtrådte, må det nærmest karakteriseres som et DM-område bestående af Tyskland og en række mindre, vesteuropæiske lande. Inden for blokken har man faste kurser, og centralbankerne intervenserer på markederne for at sikre, at udsvingene ikke overstiger det aftalte. Det er dog muligt at foretage de- eller revalueringer i forhold til de andre valutaer i blokken og derefter genindtage sin plads i blokken med en ny parikurs (dette er sket flere gange; for Danmarks vedkommende bl.a. to gange i 1977). Blokken af valutaer er derimod som helhed flydende over for andre valutaer som dollar, sterling, franc m.fl.

Efter at man i 1973 gik over til flydende kurser, har der tilsyneladende været mere ro på valutamarkederne. Tidligere tiders spekulationsbølger og myndighedsinterventioner er afløst af kursudsving, som til gengæld må siges at være meget store. (Som et eksempel er i figur 1 vist DM-S relationen, der må siges at være en af de internationalt set mest interessante kursrelationer). Set fra de enkelte borgeres og virksomheders synspunkt kan valutaforholdene derfor nok forekomme mere urolige og uoverskuelige end tidligere. Tabel 2 viser kursudviklingen på en række valutaer ud fra et dansk synspunkt.

TABEL 2: *Kursudviklingen for en række valutaer siden 1971 (målt som danske kroner pr. 100 enheder af den udenlandske valuta)*

	Gennemsnitlig kurs i året		Procentvis forskel mellem laveste og højeste kurs
	1971		
Dollar	1971	740	6,3
	1972	695	3,3
	1973	603	27,1
	1974	609	20,9
	1975	576	15,9
	1976	605	7,6
	1977	601	7,6
Sterling	1971	1810	1,4
	1972	1738	14,6
	1973	1477	19,8
	1974	1425	14,5
	1975	1273	11,6
	1976	1093	36,2
	1977	1049	14,0
D-Mark	1971	213	8,0
	1972	218	4,0
	1973	228	12,8
	1974	236	4,6
	1975	234	3,9
	1976	240	5,2
	1977	259	13,4
Svenske kr.	1971	145	2,3
	1972	146	2,9
	1973	138	7,9
	1974	137	4,2
	1975	139	3,3
	1976	139	3,6
	1977	134	14,0
Schw.Franc	1971	180	8,0
	1972	182	4,3
	1973	191	11,3
	1974	205	17,2
	1975	223	10,1
	1976	242	8,7
	1977	251	26,9

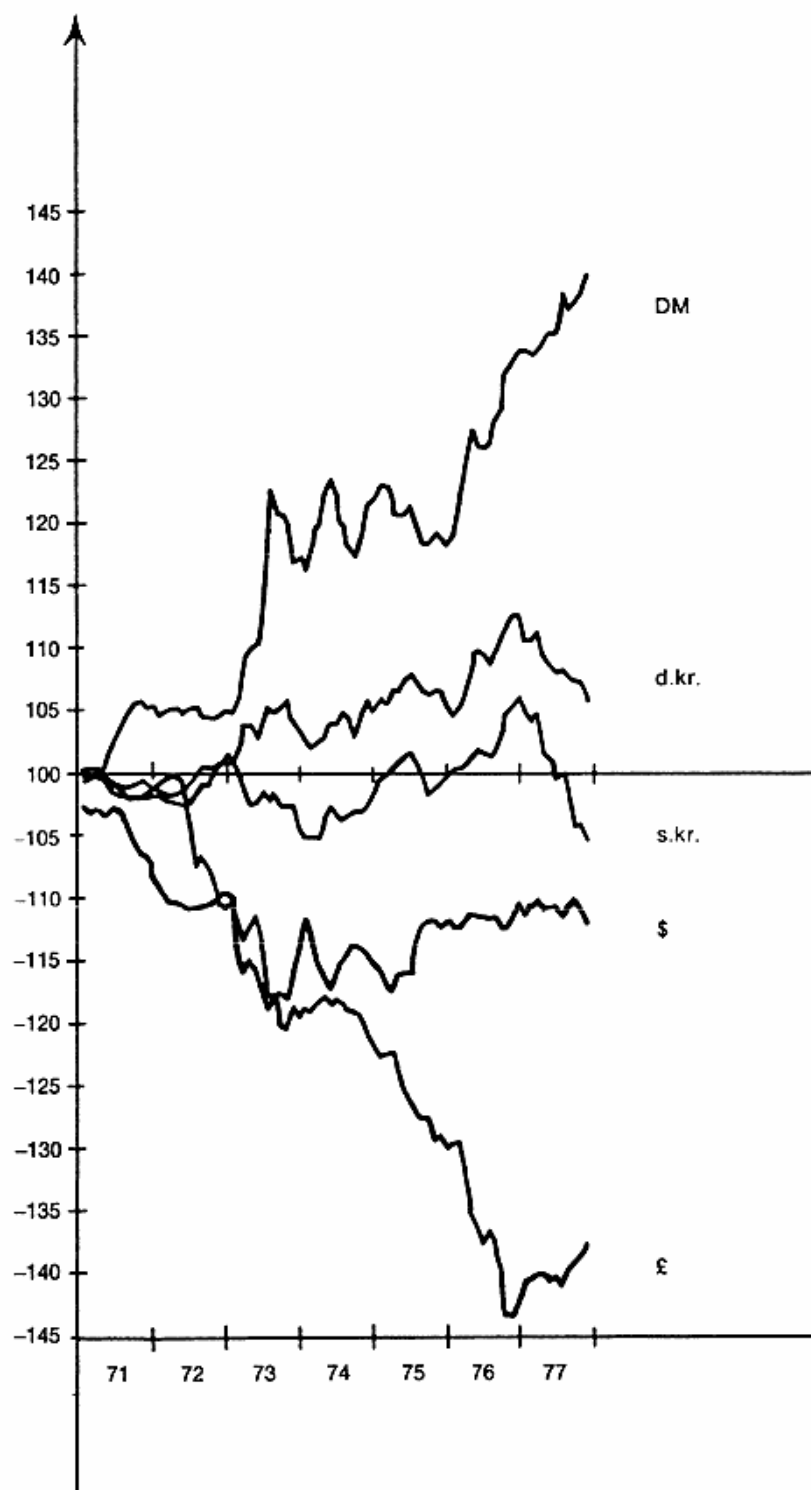
KILDE: Nationalbankens Kvartalsoversigt.



Anm.: Månedsgennemsnit, middelkurser.

KILDE: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 5, die Währungen der Welt.

FIGUR 1. *DM-dollarrelationen.*



KILDE: Morgan Guaranty, World Financial Markets.

FIGUR 2. Effektive valutakurser. INDEKS: paritet før juni 1970 = 100

Mens man i perioden med faste valutakurser opfattede de relativt sjældne kursændringer som et middel til påvirkning af et lands konkurrenceevne, er det med de generelt flydende kurser blevet vanskeligere at vurdere udviklingen i konkurrenceevnen. Når alle valutakurser ændrer sig, er det ikke så ligetil at afgøre, om en bestemt valuta er blevet mere eller mindre værd i forhold til de andre. Derfor må man have et udtryk for de enkelte valutaers »gennemsnitlige« udvikling i forhold til andre valutaer, og det sker ved beregning af »effektive valutakurser«. Ved beregning af den effektive kronekurs, anvender man den danske kronens procentvise kursændring over for en række andre valutaer i forhold til en valgt basisperiode. Disse kursændringer sammenvejes til et enkelt tal med anvendelse af vægte, der afspejler sammensætningen af den danske udenrigshandel. (Nationalbankens beretning viser hvert år udviklingen i en række valutaers effektive kurs. I figur 2 er vist udviklingen i en række valutaers effektive kurs, men for at få sammenhængende tidsserier er valgt en anden kilde, og vægtgrundlaget afviger fra det af Nationalbanken benyttede).

I 1976 vedtoges en ændring af valutafondsoverenskomsten, så den blev i bedre overensstemmelse med de faktiske forhold på valutamarkedet i 1970'erne. Medlemmerne har fået frihed til at vælge det valutakurssystem, de ønsker at følge, og valutapolitikken er derfor igen blevet et nationalt anliggende – dog med den begrænsning, at medlemmerne har forpligtet sig til ikke at modarbejde hinanden. Valutafonden anerkender altså nu såvel flydende kurser som fælles flydning og den særlige variant, som f.eks. Sverige har fulgt siden sin udtræden af Slangesamarbejdet i efteråret 1977: stabilisering af den effektive valutakurs.

Udviklingen i den internationale likviditet

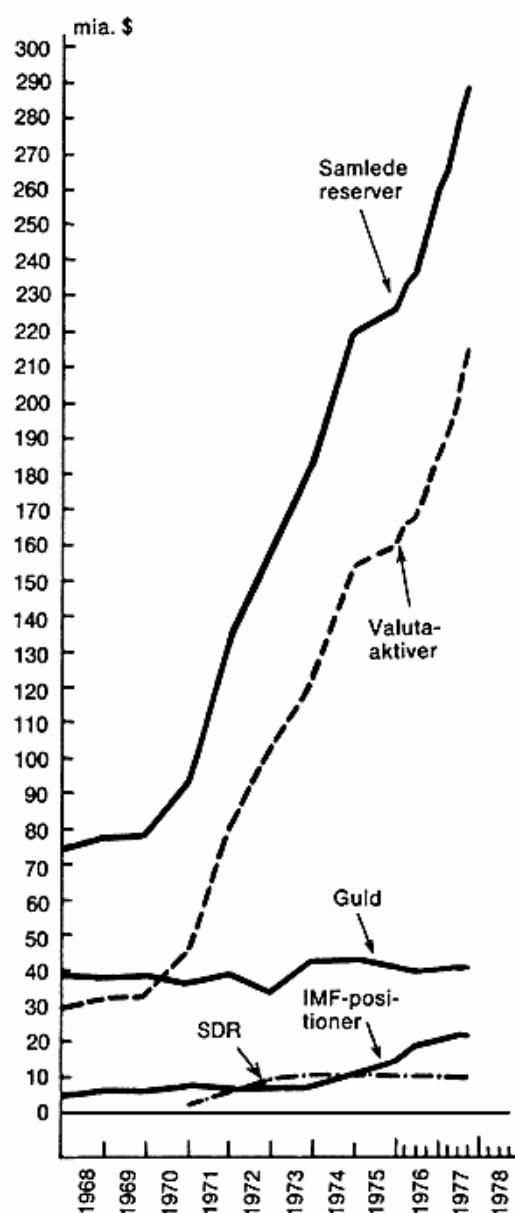
Selv om valutakursfastsættelsen opfattes som det afgørende element i internationale valutaaftaler, er spørgsmålet om den internationale likviditetsskabelse også af meget stor betydning.

Det er ovenfor omtalt, at valutafondssystemet ikke oprindeligt indeholdt nogen egentlig likviditetsskabelse, men kun visse lånemuligheder, idet det var forudsat, at guld- og reservevalutabeholdninger skulle tilfredsstille behovet for likviditet. Den altdominerende reservevaluta var og er stadig dollar. Men i begyndelsen af 1960'erne begyndte man at diskutere ændringer i det internationale valutasystem, først og fremmest med henblik på at få skabt en aftale om væksten i den internationale likviditet. Der blev i 1960'erne fremsat en lang række reformforslag, som alle gik ud på, at man under en eller anden form skulle skabe et egentligt betalingsmiddel som et alternativ til dollar. Altså et betalingsmiddel, der kunne benyttes til transaktioner mellem lande enten både

af private og centralbanker eller alene af centralbanker, men som ikke samtidig var en almindelig valuta, der brugtes til indenlandske transaktioner i et enkelt land. Problemet med at have en national valuta, der også anvendes til internationale formål, er nemlig, at hermed vil dette lands indenlandske udvikling også påvirke de internationale betalingsforhold, ligesom den internationale udvikling kan smitte af på de indre forhold. Det politiske problem var, at de vesteuropæiske lande (ikke mindst Frankrig) blev mere og mere utilfredse med, at USA kunne finansiere sit betalingsbalanceunderskud med en dollarudstrømning (»debt settlement«), mens andre lande var nødt til at ligge med disse dollarfordringer, hvis de ønskede en vækst i valutabeholdningerne.

Der var derfor i slutningen af 1960'erne mange lande, der mente, at man i højere grad måtte have betalingsbalanceudligning ved »asset settlement« og derfor måtte have en egentlig international likviditetsskabelse. Resultatet blev, at man i 1970 introducerede de såkaldte SDR (specielle trækningsrettigheder) i valutafonden. SDR blev ganske vist kaldt »trækningsrettigheder«, men i realiteten var der tale om internationale betalingsmidler, der dog kun kan overføres mellem centralbanker, og til hvis anvendelse der er knyttet visse restriktioner. Der var dog kun tale om en relativt begrænset likviditetsskabelse på $9\frac{1}{2}$ mia. dollar over 3 år, jf. figuren, og sammenlignet med den voldsomme vækst i dollarbeholdningerne i de følgende år fik SDR systemet ikke nogen afgørende betydning for udviklingen i den samlede internationale likviditet, se figur 3.

Derimod har de urolige forhold på valutamarkedet givet SDR en anden betydningsfuld rolle. Når alle valutaer flyder, og guld ikke længere er det faste punkt i valutasystemet, så har man faktisk ikke længere nogen måleenhed. Selvfølgelig kunne enhver valuta vælges som den faste enhed, og for det enkelte land er det naturligt at opfatte sin egen valuta som den faste enhed og notere andre valutaer i forhold hertil (således som det f.eks. er gjort i opstillingen i tabel 2, hvor danske kroner er det »faste« punkt). Indtil 1. juli 1974 var SDR's værdi fastsat i forhold til dollar (så omregningsforholdet kun blev ændret ved de »egentlige« dollardevalueringer i 1971 og 1973, men ikke når dollarens værdi i forhold til andre valutaer ændredes på grund af flydning). Efter 1. juli 1974 har man beregnet SDR's værdi som et vejet gennemsnit af 16 forskellige valutaer. Udviklingen i SDR's værdi er herefter ikke alene afhængig af dollaren, men også af en lang række andre valutaer, og SDR's værdi følger altså en slags gennemsnitlig kursudvikling, og den har dermed i højere grad fået karakter af at være »internationale penge«. Dollarkursen spiller dog stadig en vigtig rolle for værdien af SDR, idet den har vægten $1/3$.



KILDE: OECD, Economic Outlook, december 1977.

FIGUR 3. Den internationale likviditet.

Med den seneste ændring af valutafondsoverenskomsten er guldets rolle i det internationale betalingssystem endnu engang blevet reduceret. Der eksisterer ikke længere nogen officiel guldpris, og man har påbegyndt en afvikling af valutafondens guldbeholdning. En sjettedel af beholdningen skal over en periode tilbagesælges (til den hidtidige officielle pris) til medlemslandenes cen-

tralbanker, mens en anden sjettedel sælges på det frie marked ved en serie auktioner. Overskuddet af dette auktionssalg skal på forskellig vis anvendes til fordel for u-landene.

Samtidig foretog man i 1976 en forhøjelse af kvoterne (og dermed trækingsrettighederne i valutafonden). Den samlede forhøjelse er på en tredjedel.

I 1970'erne har man desuden i valutafondens regie oprettet nogle supplerende internationale låneordninger. De store betalingsbalanceforskydninger efter olieprisforhøjelserne gav anledning til oprettelsen af den såkaldte olie-facilitet, der i 1974-76 ydede lån til lande med særlige betalingsbalanceproblemer og finansierede dem gennem optagelse af lån hos navnlig OPEC-landene.

I 1976 oprettede man Trust Fund med henblik på ydelse af meget lempe-lige lån til vanskeligt stillede u-lande. Hovedparten af denne fonds midler vil komme fra valutafondens guldsalg.

I 1960'erne fremkom en lang række planer til reform af det internationale valutasystem, og i begyndelsen af 1970'erne udarbejdede valutafonden også et sådant reformforslag. Men allerede inden rapportens forelæggelse havde man oplevet den fuldstændige overgang til flydende kurser. Reformudkastet var ba-seret på faste, men justerbare kurser og var følgelig ikke særlig aktuelt. I 1974 besluttede man derfor i stedet at søge at få gennemført en ordning, der løste de umiddelbare problemer. Resultatet blev ændringen i fondsoverenskomsten, der vedtoges i 1976. I denne er der åbnet mulighed for, at systemet med faste kurser kan genindføres men det bliver næppe aktuelt inden for en overskuelig fremtid.

Man kan derimod håbe, at man efterhånden lærer at leve med de flydende kurser, så man undgår de meget store udsving, som f.eks. DM-dollar relationen udviser i disse år. Når det drejer sig om hovedvalutaerne, kan en større stabilitet formentlig kun opnås gennem direkte forhandlinger mellem de berørte lande og en nøje koordinering af deres interventionspolitik på valutamarkedene. Mindre lande kan håbe på at opnå en vis valutarisk stabilitet gennem delta-gelse i blokflydning eller ved en interventionspolitik, der sigter mod at stabilisere den effektive kurs.

Litteratur

Der findes en omfattende litteratur om ud-
viklingen i det internationale valutasystem.

Nedenfor er blot anført nogle få titler til brug
for evt. videre studier af emnet.

tralbanker, mens en anden sjettedel sælges på det frie marked ved en serie auktioner. Overskuddet af dette auktionssalg skal på forskellig vis anvendes til fordel for u-landene.

Samtidig foretog man i 1976 en forhøjelse af kvoterne (og dermed trækingsrettighederne i valutafonden). Den samlede forhøjelse er på en tredjedel.

I 1970'erne har man desuden i valutafondens regie oprettet nogle supplerende internationale låneordninger. De store betalingsbalanceforskydninger efter olieprisforhøjelserne gav anledning til oprettelsen af den såkaldte olie-facilitet, der i 1974-76 ydede lån til lande med særlige betalingsbalanceproblemer og finansierede dem gennem optagelse af lån hos navnlig OPEC-landene.

I 1976 oprettede man Trust Fund med henblik på ydelse af meget lempe-lige lån til vanskeligt stillede u-lande. Hovedparten af denne fonds midler vil komme fra valutafondens guldsalg.

I 1960'erne fremkom en lang række planer til reform af det internationale valutasytem, og i begyndelsen af 1970'erne udarbejdede valutafonden også et sådant reformforslag. Men allerede inden rapportens forelæggelse havde man oplevet den fuldstændige overgang til flydende kurser. Reformudkastet var ba-seret på faste, men justerbare kurser og var følgelig ikke særlig aktuelt. I 1974 besluttede man derfor i stedet at søge at få gennemført en ordning, der løste de umiddelbare problemer. Resultatet blev ændringen i fondsoverenskomsten, der vedtoges i 1976. I denne er der åbnet mulighed for, at systemet med faste kurser kan genindføres men det bliver næppe aktuelt inden for en overskuelig fremtid.

Man kan derimod håbe, at man efterhånden lærer at leve med de flydende kurser, så man undgår de meget store udsving, som f.eks. DM-dollar relationen udviser i disse år. Når det drejer sig om hovedvalutaerne, kan en større stabilitet formentlig kun opnås gennem direkte forhandlinger mellem de berørte lande og en nøje koordinering af deres interventionspolitik på valutamarkedene. Mindre lande kan håbe på at opnå en vis valutarisk stabilitet gennem delta-gelse i blokflydning eller ved en interventionspolitik, der sigter mod at stabilisere den effektive kurs.

Litteratur

Der findes en omfattende litteratur om ud-
viklingen i det internationale valutasytem.

Nedenfor er blot anført nogle få titler til brug
for evt. videre studier af emnet.

- ANDERSEN, SVEND. 1969. Det internationale valutasytem under forvandling. I *Festskrift til Carl Iversen. Aktuelle Økonomiske Problemer. København.*
- Bank for International Settlements. *Annual Report.* Se specielt 42. Annual Report Basel 1972.
- Bemærkninger til forslag til folketingsbeslutning om Danmarks ratifikation af anden ændring af Den Internationale Valutafondsoverenskomst af 22. juli 1944. 1977. B 2.
- CROCKETT, ANDREW. 1977. *International Money. Issues and Analysis.* Southampton.
- Danmarks Nationalbank. *Beretning og Regnskab. København.*
- International Monetary Fund. *Annual Report.* Washington.
- TEW, BRIAN. 1977. *The Evolution of the International Monetary System 1945-77.* London.
- WILLIAMSON, JOHN. 1977. *The Failure of World Monetary Reform, 1971-74.* Southampton.