

rationering, vil denne kun være et meget usikkert virkende pengepolitisk instrument. Det skyldes, at det ikke er muligt for de pengepolitiske myndigheder med tilstrækkelig sikkerhed at identificere de kreditbegrænsede kundegrupper eller låneformål.

Usikkerheden ved denne identifikation er et resultat af myndighedernes begrænsede eller manglende kendskab til, hvilke udlån pengeinstitutterne vurderer som særlig risikable. Denne usikkerhed forøges, ved at pengeinstitutternes kreditvurdering formentlig er tids- og konjunkturafhængig, således at en bevidst etableret kreditrationering på uhensigtsmæssig vis kan vise sig at være konjunkturmedløbende.

I den tidligere nævnte afvejning mellem fordele og ulemper må det også tages i betragtning, at virkningerne af en eventuel rationering vil være kortvarig, idet der forholdsvis hurtigt vil blive etableret alternative finansieringskilder.

På markeder med monopolistisk konkurrence er det derfor et usikkert forehavende bevidst at forsøge at etablere og anvende kreditrationering som et ekstra pengepolitisk instrument. Hensynet til en sikker opfyldelse af målsætningerne for den pengepolitiske styring taler for anvendelse af markedskonforme instrumenter.

#### Litteratur

Poole, W. 1970. Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, s. 197-216.

Vastrup, C. 1983. *Penge, Spekulation og Beskæftigelse*. København.

## Det internationale rente- og valutakurssystemets levedygtighed

Bjarni Bragi Jónsson

Sedlabanki Islands

### Indledning

I det foregående halvandet årti har verdens penge- og valutasystem undergået en drastisk omvandling, præget af monetarismen og liberalismen, over til et system med mindst mulig statsindblanding. Efterkrigssystemet, det såkaldte blandede økonomiske system, karakteriseredes på den ene side ved stærke bestræbelser på samfundsmæssig helhedssty-

ring og ansvar overfor borgerne, og på den anden side ved en koordineret anvendelse af mange virkemidler til at opnå disse samfundsmæssige mål. Mod dette har man stillet det nye liberalistiske system, hvor samfundsborgernes adskillige mål er i hædersplads. I stedet for det flertal af virkemidler, skal der være så få som muligt eller helst kun et hovedstyreapparat, pengemængden, som knytter det almindelige, offentlige ansvar og de privatøkonomiske handlinger sammen. Alle offentlige indblandinger i, hvorledes dette almindelige spillerum tolkes i form af rente, kurs, priser, beskæftigelse eller andre private handlinger menes i princippet at være et onde.

Med de nye liberale, men ensidige, styreformer følger en vidtstrakt sammenslutning af for tydeligt adskilte emner. Landegrænser og sondringer mellem institutioner og markeder bliver uklare. Indenlandske pengemarkeder og valutamarkeder imellem lande glider sammen i et. Renter af fordringer i forskellige valutaer og deres kurs bestemmes i en nærmest umiddelbar sammenhæng. Det vestlige markedssystem's pengemarked er dermed blevet en sammenflydende helhed med den amerikanske økonomi som tyngdepunkt.

Samtidig med at vi sætter pris på den effektivitet og tilpasningsevne, som synes at følge med denne udvikling, må man stille nærgående spørgsmål om udfaldet for den nationale selvbestemmelse i de vigtigste økonomiske anliggender.

#### **Lånemarkeder og rente**

Ifølge den klassiske lære dannes renten på markedet for finansiel kapital og tilvejebringer markedsligevægt mellem pengemæssig opsparing og kreditefterspørgsel og endvidere mellem nationaløkonomisk helhedsopsparing og investering. Dette medførte, at offentlig indblanding i rentedannelsen hverken var ønskelig eller i længden mulig. I kraft af frie kapitalbevægelser mellem udviklede lande var renten i hvert land stærkt bundet til det internationale renteniveau, medens løn og priser var meget bundne af guldfodens fastkurssystem. Således var frisindet internationalisme rådende i verdensøkonomiens hovedtræk. Frie strømninger af kapital og kundskab skulle udjævne ligestillede produktionsfaktorens belønning, således at arbejdskraften i de udviklede lande kun i mindre grad kunne nyde gunst af kapitalakkumuleringen i deres egne lande. Dette måtte med tiden betragtes som ugunstigt og give medvind for nationalistisk økonomisk politik.

Verdenskrige og -kriser gav stødet til dette verdensbillede og nye grundprincipper bandede sig vej. De kom sammen i det Keynesianske teoretiske brændepunkt og blev virkeliggjort i efterkrigstidens institutionelle system. I virkeligheden havde disse forhold dog rødder længere tilbage i folkets forhåbninger og mål i det voksende antal nyligt selvstændige lande. Disse landes økonomiske selvstændighed blev afhængig af muligheden for at lukke den enkelte nationale økonomi af med kursbestemmelser og begrænsning af kapitalbevægelser, til at myndighederne kunne sætte vilkårlige mål for den økonomiske politik.

Stabiliteten ved dette system var i princippet truet af teoretiske svagheder, som angik,

ifølge min mening, navnlig rentens væsen og opgave. I stedet for at indrømme, at renten dannes på et almindeligt kapitalmarked udfra opsparing og investering, som renten gensidigt virker på, tog Keynes renten fra det ene felt, likviditeten og ønskerne derom, og anvendte det på det andet, investeringen, som igen bestemte opsparingen i kraft af disses definitions-mæssige identitet. Til at gøre dette mere sandsynligt benægtede han så godt som rentens eller kapitalforrentningens indflydelse på pengeopsparingen. Han greb til den uvidenskabelige påstand, at beslutninger om opsparing allerede er taget, nærmest som en reststørrelse, når beslutningen med hensyn til renten, om hvor stort beløb der skal holdes i pengeform, bliver taget. Han overså, at samspillet mellem opsparing og investering samtidig kunne påvirke økonomiens helhedsefterspørgsel og fordelingen mellem forbrug og investering. Endvidere overså han, at ex post lighed mellem markedets to sider er en selv-givet og ikke en meget interessant kendsgerning, hvorimod det vigtige er hvorledes opsparing og investering mødes i en ønskelig størrelse og sammensætning til at tilfredsstille udviklingsbehov og rentabilitetskrav.

Herfra stammer den yderligere svaghed, at pengepolitikken mentes at være uvirksom og upålidelig, medens finanspolitikken er sikker og ønskelig. Dette har ført til en farlig overvægt på finanspolitikken, medens pengepolitiske midler er blevet forsømt indtil for et årti siden. Hovedsammenhængen må dog siges at være enkel og klar. Menes der at være brug for efterspørgselsfremmende underskud på statsbudgettet, er der grund til at holde renten lav. I modsat fald er der anledning til at prøve markedets reaktion på en forholdsvis høj rente i stedet for ensidigt at inddrage penge med statskassens overskud. Disse overvejelser forudsætter, at staten magter sine opgaver og bestemmer sin budgetbalance. Disse præmisser synes nu vidt omkring forældede. Når statskassen stadig har underskud, ligemeget hvorledes konjunkturerne er, bliver det magtpåliggende at finansiere underskuddet på det almindelige kapitalmarked i stedet for at finansiere det ved pengeskabelse fra nationalbanken. Underskuddet bidrager da til at hæve renten og på den måde jage virksomhederne ud af kapitalmarkedet (crowding out), modsat de oprindelige Keynesianske forudsætninger.

Endnu en teoretisk svaghed har udviklet sig da skrækken for krise og arbejdsløshed ebbede ud og interessegruppernes hensyn til nationale interesser svækkedes. Den næsten inflationsfrie arbejdsløshedsprocent (Phillips-kurven) er således steget. Vanesløvhed og tilpasningstræghed har siden forøget den såkaldte strukturelle eller naturlige arbejdsløshed. Ved dette har teoriens indhold ændret sig og samfundskontraktens forudsætninger har derved svigtet.

Disse svagheder ved Keynesianismen har utvivlsomt haft store uønskede afledninger, da de har tjent til at sløve realismen, slække på opsparingen og svække bekæmpelsen af inflationen. Når der endelig blev gjort en tidssvarende tilpasning, gik den til en vis grad tilbage igen i det samme spor. Monetarismen arvede likviditetsbegrebets tunge vægt fra Keynesianismen, og sammenkædede det med den gamle kvantitetsteori, som betragtede pen-

gemængden i omløb som hovedårsag til prisudviklingen. Problemet med monetarismen, ligesom tidligere med kvantitetsteorien, er, at den er ved siden af den økonomiske teoris hovedforløb. Den støtter sig til grove helhedsrelationer inden for vide grænser, men uden klar forbindelse med præferencer og incitamenter, og analysen vender sig mod statusbegreber i stedet for strømbegreber, som er det centrale i de andre hovedteorier.

Det er et af monetarismens vigtigste grundprincipper, at økonomien ikke bedres ved at man blander sig i flere end en af økonomiens hovedstørrelser, pengemængden, sammen med den centrale markedsopførsel, som fremmer dette mål. Endvidere menes det snarere at være til skade end til gavn stadigvæk at finjustere de økonomiske regulatorer for at sikre en jævn udvikling. Dette medfører, at markeds kræfter bestemmer, hvorledes pengemængden og nationalbankrenten påvirker de økonomiske vilkår: almindelig lånerente, valutakurs o.s.v., som direkte berører virksomheder og almenheden. Argumenter for dette er især, at frie markeder i et udviklet økonomisk system er i stand til at bestemme alle disse størrelser ud fra reelle vilkår, tillid til statsmagtens institutioner og forventninger. Indblanding i disse forhold menes at forstyrre borgernes og samfundsgruppernes planer og interesser og forringe deres tillid.

Hovedargumenterne mod dette system er, at derved giver samfundet afkald på de direkte tag det ellers har på mange af udviklingens vigtigste indflydelsesfaktorer. Med dette har man taget en meget stor risiko. Som vidnesbyrd derom har man eksempler på, at statsmagten har mistet rente og kurs op til utilsigtede niveauer. Det må ikke mindst anses for at være modsætningsfuldt, at privates markedsopførsel i høj grad afhænger af parternes gisninger om statsmagtens kommende handlinger. Statsmagten ville muligvis kunne formindske den skadelige usikkerhed ved at tage yderligere skridt i bestemmelsen af de vigtigste styreinstrumenter. Landene står meget forskelligt med hensyn til at drive tilfredsstillende kapital- og valutamarkeder, således at deres styrkeforskel tegner til at vokse. Passivitet i den grad, som tilsigtet, kan i realiteten indebære afkald på den økonomiske selvstændighed eller ligefrem en opløsning af nationalenheden.

Tolkningen af den centrale rente over i lånevilkår for de aktive agenter i økonomien er desto mere afhængig af markeds kræfterne som nationalbankernes instrumenter normalt begrænses ved få og traditionelle former. Det kan medføre stor træghed indtil det offentlige markedsbud bliver afleveret på det endelige kapitalmarked, især hvis inflationsforventninger og almindelig mistillid til pengeenheden sætter en urokkelig nedre grænse for markedsrenten. Dette synes at være sket i de seneste år, hvilket kan give anledning til en flersidig og mere dristig opførsel på markedet fra nationalbankers side. Yderligere kan værdigaranti være formålstjenlig ved middel- og langfristede fordringer, da usikkerhed og mistillid har større spillerum med længere tid.

Endnu kan nogen endelig dom næppe afsiges om gyldigheden af årsagssammenhængen mellem pengemængden og prisniveauet, som er monetarismens kerne. Pengemæng-

den har dog sikkert haft virkelig indflydelse derved, at pengemyndighederne opsætter offentlige mål, som pengemarkederne har for øje og tager hensyn til ved sine gisninger om myndighedernes næste aktive indsats. Når denne indsats bliver til virkelighed, f.eks. ved salg af obligationer, som medfører renteændringer, kan markedet allerede have reageret i forventning om indgrebet.

Med Keynesianismen blev det teoretiske grundprincip knæsat, at de økonomiske hovedstørrelser ikke længere kunne betragtes som ensidigt bestemt af de reelle og naturlige forhold, men derimod også samfundsmæssig bestemt ved hjælp af de styreinstrumenter, som samfundet råder over. Med monetarismen har man faktisk forsøgt at stige dette udviklingsskridt tilbage ved at betragte alle hovedstørrelserne som bestemt af reelle vilkår, hvorved samfundsledelsens spillerum næsten intet bliver. I kraft af dette fremkommer den pengemæssige disciplin som en upersonlig og mystisk magt, en slags forøget muskelstyrke hos »den usynlige hånd«. De seneste års store arbejdsløshed, omkring 9% af arbejdskraften i de vestlige lande, menes således ikke at være en konsekvens af statsmagtens handlinger, men derimod af, at arbejdskraften er stødt på naturlige begrænsninger. Det keynesianske efterkrigssystem var bygget på en slags samfundskontrakt, godkendt af de stærkeste økonomiske interessegrupper. Når samfundet blev bragt alvorligt ud af harmoni, ved at interesseorganisationerne forfulgte sine rettigheder, men undslog sig sine pligter, ville monetarister opgive samfundskontrakten. Det medfører den fare, at derved skylles dyrebare samfundsværdier ud i vasken.

### **Valutamarkeder og kurser**

Guldfodssystemet indtil første verdenskrig dannede et fastkurssystem, til hvilket priser og takster let skulle tilpasse sig i hvert land. Argumenterne for dette system fremgik af kvantitetsteorien, den tids monetarisme. Guldsprisen, i sin egenskab af valutakurs, dannede således en forankring for den absolutte pengeværdi. Fra nutidens synsvinkel er det derimod mere naturligt at anse valutakursen som en relativ pris indenfor hver samfundsökonomis grænser. Jo mindre og åbnere den nationale økonomi er, med uselvstændig pengeskabelse og lønudvikling, jo større er sandsynligheden for, at kursen går over til at blive fællesnævner for andre priser. På guldfodstiden var det derfor ikke unaturligt at betragte kursen som hovedudgangspunkt for priserne.

Verdenskrigen og -krise lærte selvforsynende økonomi og den indadvendte nationale anskuelse, som allerede dengang ville have gjort det naturligt at indføre foranderlige markedskurser, som tilpassede sig de svingende ydre forhold. I et fjerdedels århundrede gjorde man dog forsøg med et fastkurssystem. Fast kurs blev anset for den internationale handels- og lånevirknings sikreste grundvold. I lighed med forsøg gjort efter første verdenskrig på at genoprette guldfodssystemet, optog man nu fast kursnotering efter guld og de førende nationers betalingsmidler. I stedet for at opretholde det rimelige forhold mel-

lem suveræne stater, at deres nationalbanker opfyldte deres valutabehov ved at lave fordringer på hinanden, blev den Internationale Valutafond dannet, og med den udviklede regler om valutamæssig bistand. Kursen måtte kun revideres, når der herskede »fundamental« uligevægt, som blandt andet karakteriseredes ved, at valutabeholdningen samt den opnåelige bistand ikke slog til at dække underskuddet. Dette system måtte med tiden blive hårdt trængt, idet kurstillpasningen ofte blev forsinket, således at spekulation blev til skade. Dette arrangement sikrede heller ikke, at valutaforrådet fulgte med behovet.

Det, der fremfor alt synes at have nedbrudt dette gennemorganiserede kurssystem, er massive frie kapitalbevægelser. Finanskapitalen havde først ikke den samme stilling indenfor det frie betalingsområde som vare- og tjenesteoverførsler. Liberalisering af kapitalbevægelser fortsatte dog, indtil fuld konvertibilitet var opnået. Med tiden akkumuleredes store indeståender på tværs af landegrænser, samtidig med at valutakurserne begyndte at blive bestemt af de frie valutamarkeder, og monetarismen for alvor holdt sit indtog. Dermed var spillet, som vi nu kender det af daglig erfaring, sat i scene.

Disse store ændringer ved overgangen fra et fastordnet system til løstbidslede markeds kræfter har åbnet nye dimensioner i teoretiske hensyn og stillet mange spørgsmål om udførelsen af den økonomiske politik. Før disse ændringer skete, mente man, at valutakurserne næsten fuldt ud var bestemt af betalingsbalancens løbende poster, samt de interne substitutionsmuligheder, d.v.s. bestemt i henhold til de aktive sektorer, mod baggrund af pris-, efterspørgsels- og indkomstniveau. De nye forhold medførte, at kursen blev følsom over for betalingsbalancen i sin helhed, og dermed over for kapitalbevægelserne og den formuesammensætning og pengemængde, som står bagved den.

Medens kurser for det meste var faste, inflation og renter almindeligt lave og kapitalbevægelser begrænsede, havde man naturligvis ringe erfaring med den årssagssammenhæng, som er fremkommet siden faktorerne begyndte at ændre sig i dynamisk indbyrdes sammenhæng. Renteforskel imellem lande skal i det væsentligste svare til forskellen i kursudviklingen, som bl.a. skyldes inflationsforskelle. Skævheder i disse forhold og forventninger derom sætter kapitalbevægelser igang, der virker på kursen, opfordrer til spekulation og styrker dermed den oprindelige forskydning. Af dette følger den velkendte tilbøjelighed til, at kurstillpasningen skyder over målet og kursen svinger mellem ekstremer i stedet for at finde frem til en ligevægtsstilling.

Sammenhængen mellem pengemængden og valutamarkedet har pådraget sig voksende opmærksomhed. Vækst i pengevolumen og en indtægtseksponering vil sandsynligvis virke både på værdien af selve valutaenheden, kursen, og prisen på kapitaltjeneste i den valuta, renten. Rentepåvirkningen er sandsynligvis forholdsvis kortvarig, men kurspåvirkningen forholdsvis langvarig, således at påvirkningens vej ligger fra renten til kursen. Den høje rentes påvirkning af kursen, som i England i årene 1979-80, har på den måde vist sig at være en vigtig kanal for rentens kontraktive virkninger.

I de sidste år har man haft en anden slags årsagssammenhæng for øje. USA's store budgetunderskud forårsager ekspansion og inflationsfare, hvilket ifølge de traditionelle argumenter skulle svække dollarens kurs. Det modsatte er dog sket. Dette skyldes, at nationalbanken ikke har finansieret budgetunderskuddet, som i stedet fremkommer på kapitalmarkedet, holder renten oppe og tiltrækker sig kapital udefra. Dette styrker kursen på dollar, som bestemmes af den til enhver tid gældende ligevægtsstilling på valutamarkedet. Teoretisk set er der ikke udelukkende tale om en ekspansion i helhedsmålestok, men også om en indre strid mellem hovedsektorerne om kapitalen. Dette fører delvis til, at privatsektoren presses ud af markedet (crowding out), og delvis til kapitalindførsel.

Man knyttede oprindeligt det håb til de frit bevægelige kurser, at de ville forøge nationalstaternes muligheder for at afgrænse deres økonomi udadtil, og derved sikre dem større valgfrihed om den økonomiske politik. Dette håb anses næppe for at være gået i opfyldelse. I visse tilfælde har myndighederne ikke turdet lade kursen ændre sig tilstrækkeligt af frygt for indre forstyrrelser og ydre kapitalbevægelser. I andre tilfælde har renteforskelle og kapitalbevægelser taget magten, og dermed forårsaget kraftige kursændringer af helt andre årsager end de økonomiske behov, som man ellers sigter efter. Tilsidst kan man nævne det indadvendte problem, mange mindre lande, som er svage over for inflationen, har. En foranderlig kurs har berøvet disse den vigtigste forankring for prisstabilitet og økonomisk disciplin.

Hovedproblemet er tydeligt det at komme til en konklusion om en kursfastsættelse, som ligeligt opfylder betingelser og behov stillet af vare- og tjenestesamkvemmet og kapitaldispositionen. Der er dukket ideer op om dobbelt kurs, genoprettelse af fastkurssystemet og offentlig kontrol med kapitalbevægelser. Mellem kapital- og realtransaktioner er der så mange forbindelser, at en dobbelt kurs er utænkelig. Fastkurssystemet bliver i virkeligheden aldrig fast, således, at stadig flydende tilpasning synes at være en bedre udvej til at hindre store forstyrrelser. Om både fastkurssystem og styring af kapitalbevægelser gælder, at det er lettere at holde taget og løse det med forsigtighed, end at trække hånden til sig. På trods af fejl og skuffelser giver fri tilpasning på disse områder værdifulde muligheder. Valget må siges at stå mellem at tage nogen risiko på den dynamiske udviklings bane eller lægge bånd på livsrørelserne.

### **Konklusioner**

I de foregående afsnit er man kommet til den konklusion, at kapital- og pengemarkederne i de vigtigste lande flyder sammen, således, at der ikke findes nogen klar skillelinie mellem indre pengesager og ydre valutasager. Verdenssystemet er på vej mod en yderligere sammensmeltning, som dog ikke fører til en homogen og nationalt neutral helhed. Derimod giver nogle landes stormagtsstilling dem mulighed for at fremme deres offentlige mål, samtidig med, at andre har svært ved at styre i den internationale kapital og udvik-

lings malstrøm. Især er der fare for, at de mindre lande hverken magter at bestemme deres rente eller kurs eller kun den ene ad gangen, hvis de har åbne kapitalmarkeder.

Først må man gøre sig klart, at nationalstaters og økonomiske sammenslutningers størrelse altid vil spille en væsentlig rolle i internationale anliggender, ligemeget hvilket system man har. Rådet mod enkelte enheders overvægt er en vis sammenslutning af de mindre nationer og indgåelse af en aftale om objektive regler. Et andet forbehold er, at en udvikling, som stadig bedre opfylder individernes og virksomhedernes vekslende behov, ikke bliver vendt hurtigt om. Vejen til en løsning ligger fremad, ikke tilbage, og er derfor som alle ukendte veje svær at finde.

Det ville være et vigtigt bidrag til løsningen, hvis regeringerne fuldt ud orienterede sig om de nye forhold og forsonede sig med et mindre spillerum til vilkårligt at skære og dele mellem samfundsborgerne, og i stedet styrkede den økonomiske realisme. Det første skridt er at få orden på deres egen husholdning, de offentlige finanser. Den regeringsmagt, som har styr på sine budgetmæssige problemer, har visse valgmuligheder om kapitalmarked, rentebestemmelse og valutastilling, som ellers ikke er til stede. Det næste skridt er at aflevere den samme realisme til forståelse blandt interesseorganisationerne og befolkningen, således at disse parters kamp i virkeligheden kun står om enkelte eller brøkdele af procenter, men ikke snesevis af dem. Den hårde skole, de faglige organisationer nu har gået igennem, må snart slutte med afgangseksamen i fredelige og harmoniske samfundsforhold og forbedret tilpasningsevne. Så skulle man have et langt mindre problem at kæmpe med.

Finanskapitalens opbevaringsvilkår bør gives særlig opmærksomhed, både indadtil som udadtil, og muligvis bør der gøres en organisatorisk indsats på det område. På kapitalmarkeder i valutaer, som trues af inflation, kan prisgaranti medvirke til at sondre mellem kapitalens værdiudfald og realistiske afbetalingskrav. På det internationale felt kan der især blive tale om, at valutabeholdning og andre fordringer bliver forbundet med en kurv af betalingsmidler, istedet for at være afhængige af kursen på enkelte valutaer. En væsentlig årsag til kapitalbevægelser imellem lande vil da være ophævet. Lange prisgaranterede lån i enkelte valutaenheder kan tillige blive aktuelle, men forudsætter tillid til udlånslandets indeksberegning. Det vil i det mindste være nødvendigt at indføre mere neutrale lånevilkår end udlånslandets varierende markedsrente, idet den er meget afhængig af landets økonomiske politik. En international overenskomst om begrænset manøvre frihed til at vælte sine finansieringsproblemer over på det internationale kapitalmarked, vil derfor være ønskelig.