# Den internationale økonomiske situation

To forhold prægede årets første kvartal: 1) Valutauroen kulminerende i ny devaluering af dollaren og EF-valutaflydning samt 2) forstærket internationalt konjunkturopsving med accelererende prisstigningstendens. På grund af førstnævnte punkts vigtighed vil konjunktursituationen først blive behandlet i næste nummer i forbindelse med gennemgang af første halvårs konjunkturudvikling.

1. *Første kvartals valutabegivenheder*

Fra Washington-forliget i december 1971, hvor der blev aftalt nye kurser for de vestlige landes valutaer og nye regler for det maksimale kursudsving, og helt frem til januar 1973 var de internationale valutaforhold ikke præget af voldsomme kapitalbevægelser mellem landene, som kunne bringe systemets stabilitet i fare. Dette i modsætning til de foregående 2–3 år.

EF-landene påbegyndte fra april 1972 et samarbejde om indsnævring af kursudsvingningsmarginalen fra de i henhold til Washington-forliget gældende 4,5 pct. til 2,25 pct. De nye medlemslande tilsluttede sig i foråret 1972 dette samarbejde. Storbritannien meddelte dog allerede i juni 1972, at sterling hverken ville holde sig inden for de i henhold til EF-aftalen gældende 2,25 pct. eller de i henhold til Washington-forliget gældende 4,5 pct., men ville flyde på valutamarkedet og herigennem finde et nyt kursleje. Storbritanniens skridt skabte ikke international valutauro, hvilket set på baggrund af begivenhederne fra 1968–1971 var nyt og interessant.

Valutakrisen, som brød ud i slutningen af januar måned 1973, skyldtes ikke den flydende sterling. Som omtalt i sidste nr. af *Økonomi og Politik*'s internationale økonomiske oversigt meddelte Italien 22. januar, at man i lighed med, hvad der allerede var tilfældet i Frankrig og Belgien, ville indføre et dobbelt valutamarked for liren, således at der var en kurs for kommercielle transaktioner og en anden kurs for finansielle transaktioner. Den 23. januar gennemførte Schweiz en fri kursdannelse for schweizer-franc'en på grund af en kraftig kapitalindstrømning, og kursen på schweizer-franc over for dollar steg i dagene efter dette skridt.

I den sidste uge af januar rettede kapitalindstrømningen sig imod Vesttyskland.

Det er fra tysk side oplyst, at der torsdag den 1. februar og fredag den 2. februar måtte foretages støtteopkøb af dollar til et beløb på 4 mia. DM for at bevare dollarkursen. Forbundsrepublikken afviste såvel at lade DM'en flyde som at indføre et dobbelt valutamarked. I stedet skærpedes kontrolforanstaltningerne over for indadgående kapitalbevægelser dels for at modvirke indstrømningen af kapital, dels for at modvirke disse kapitalbevægelsers påvirkning af den indenlandske pengeforsyning.

Presset på det danske valutamarked blev ikke af større omfang, og Danmarks Nationalbank måtte kun i begrænset udstrækning foretage støtteopkøb.

Dollarstrømmen til de vesteuropæiske lande, særligt Vesttyskland, samt Japan tiltog i den første uge af februar og nåede torsdag den 8. og fredag den 9. februar et omfang, der truede med at vælte det internationale betalingssystem, såfremt der ikke blev grebet hurtigt og effektivt ind. Det anslås, at der i løbet af den sidste uge af januar og første uge af februar blev opkøbt for ialt 10 mia. amerikanske dollar for at fastholde dollar-kursen. Mellem 7 og 8 mia. blev opkøbt af Vesttyskland.

På denne baggrund fandt der en række møder af uformel karakter sted mellem de større vestlige lande, og der blev under disse møder opnået enighed om en nedskrivning af dollarens guldværdi på 10 pct. fra 0,92106 SDR til 0,82895 SDR. Dette svarer til en forhøjelse af prisen pr. ounce fint guld fra 38 dollars til 42,2 dollars. Guldprisen var herefter fra december 1971 til februar 1973 forhøjet fra 35 dollars pr. ounce fint guld til 42,2 dollars.

Fra amerikansk side meddeltes i sammenhæng med nedskrivningen af dollaren, at man i nær fremtid ville fremlægge forslag for kongressen til en ny handelspolitisk lovgivning. Hovedelementerne i denne lovgivning, som skal være USA's udgangspunkt på den planlagte GATT-handelskonference, er 1) bemyndigelse til under forudsætning af reciprocitet af reducere toldsatser og ikke-toldmæssige handelshindringer, 2) bemyndigelse til at forhøje toldsatser med henblik på at sikre amerikanske eksportørers rimelige adgang til fremmede markeder, 3) »market disruption safeguards« og 4) midler til at beskytte USA mod store og vedvarende handelsmæssige underskud. Det er især bemærkelsesværdigt, at den påtænkte lovgivning også omfatter mulighed for at anvende toldforhøjelser som et redskab, der vil gøre det muligt for USA at føre en mere barsk politik over for de lande, som opretholder begrænsninger over for den amerikanske eksport. Endelig vil USA inden 31. december 1974 gradvis afskaffe renteudligningsafgiften og de eksisterende reguleringer af amerikanske direkte investeringer i andre lande.

Møderne i begyndelsen af februar medførte også flydende japansk yen. Der var især i USA, men også i Vesteuropa, en klar opfattelse af, at den japanske valuta var undervurderet, og at kraftige japanske kontrolforanstaltninger vedrørende kapitalbevægelser havde gjort det muligt for den japanske centralbank at modstå det pres på den japanske valuta, man kunne have ventet som følge

af en urealistisk lav kurs. Det synes at have været den amerikanske opfattelse, at yen'en nu skulle fastsættes på valutamarkedet uden indgriben fra den japanske centralbank. Dette blev imidlertid ikke tilfældet i den første tid efter indførelsen af den fri kursdannelse, idet den japanske centralbank gennemførte kurspleje og dermed opnåede en svagere og mere gradvis stigning af yen'ens kurs, end der havde været forventning om. Yen'en steg i de første 10 dage efter den fri kursdannelses gennemførelse 6–7 pct. over den hidtidige kurs. Det var den almindelige vurdering, at man fra amerikansk side havde ønsket en yen-opskrivning på op imod 10 pct. i forhold til den hidtidige kurs.

Sterling, der havde flydt på valutamarkedet siden juni 1972, fulgte i de første 10 dage efter ændringen af dollar'ens kurs denne en stor del af vejen ned.

Den italienske regering gennemførte som resultat af februarmøderne en fri kursdannelse for liren på såvel det kommercielle som det finansielle marked. I de første 10 dage efter ændringen af dollarkursen kunne det iagttages, at liren fulgte dollar ned med lidt mere end halvdelen af dollar-nedskrivningen, dvs. liren lå godt 6 pct. under den fra før den 22. januar 1973 gældende centralkurs.

Den svenske regering besluttede at følge dollardevalueringen halvt, dvs. en devaluering af den svenske krone med 5 pct. Dette betød, at centralkursen for svenske kroner over for den danske krone faldt fra 145,03 d. kr. pr. 100 sv. kr. til 137,764. Den norske regering besluttede at fastholde den norske krones centralkurs som fastsat i henhold til Washington-forliget i december 1971.

Den danske regering besluttede at fastholde den kronekurs, der blev fastsat i Washington i december 1971. Det betød, at kronens centralkurs fortsat svarede til et guldindhold på 0,117265 gr. fint guld. Over for dollar faldt kronekursen fra 6,98 kr. pr. dollar til 6.28.

Af udtalelser fra forhandlerne efter møderne i februar fremgik klart, at kursjusteringerne vurderedes som en ad hoc løsning, der ikke løste de fundamentale problemer for det internationale betalingssystem. Valutakrisens virkninger på EF's monetære samarbejde blev drøftet på et finansministerrådsmøde onsdag den 14. februar. På mødet bekræftede medlemslandene deres hensigt om at arbejde henimod oprettelse af en økonomisk og valutarisk union. Der var enighed om, at man måtte overveje, hvorledes EF kunne ruste sig til at imødegå eventuelt kommende valutakriser i fællesskab.

Det blev endvidere vedtaget, at Kommissionen skulle fremskynde udarbejdelsen af de på topmødet i Paris i oktober 1972 aftalte rapporter om forøgelsen af den europæiske fond for valutarisk samarbejde samt om betingelserne for en gradvis sammenlægning af medlemslandenes valutareserver. Rapporterne skulle herefter foreligge inden udgangen af juni måned.

Februarmødernes »resultater« blev ikke særligt gamle. Ingen havde rigtig

tiltro til »resultaterne«, og følgen var fornyede kolossale spekulative kapitalbevægelser henimod februars slutning. Torsdag den 1. marts 1973 skete der en dollarindstrømning af en størrelsesorden på 2,5 til 3 mia. dollars til Vesttyskland. Den tyske forbundsbank måtte intervenere kraftigt for at fastholde den nye lavere dollarkurs. En række andre centralbanker i Vesteuropa måtte ligeledes opkøbe store dollarmængder for at fastholde de gældende valutakurser.

De europæiske landes valutabørser blev lukket fredag den 2. marts, og det besluttedes på møder i week-enden fortsat at holde markederne lukket. Det franske valutamarked, der som et af de få vesteuropæiske markeder holdt åben fredag den 2. marts 1973, blev efter nogle få timers handel lukket som følge af et voldsomt dollarudbud. En genåbning af markederne skete først mandag den 19. marts 1973.

Det afgørende forhold i krisen var først og fremmest en række hidtidige dollarbesidderes ønske om at ombytte dollarbalancerne med andre valutaer. Man kan derfor sige, at krisens årsag ikke skyldtes spekulation i opskrivning af de europæiske valutaer, men et ønske om at reducere dollarbalancerne.

Dette gav sig tillige udslag i guldprisen på det private marked. Siden opsplitningen af guldmarkedet i marts 1968 i et officielt og et privat marked har guldprisen på det private marked fungeret som en form for barometer for situationen på det internationale valutamarked. Den officielle pris blev ved Washington-forliget i december 1971 forhøjet fra 35 dollars til 38 dollars pr. ounce fint guld, og ved dollarnedskrivningen i februar 1973 forhøjedes prisen yderligere til 42,22 dollars pr. ounce fint guld. Det har været almindeligt med en pris på omkring 60–65 dollars pr. ounce fint guld på det private guldmarked i det sidste par år, men i februar-marts 1973 lå guldprisen væsentligt herover. Der blev konstateret priser på omkring 85–90 dollars pr. ounce fint guld på det private marked, hvilket er stort set dobbelt så meget som den officielle pris.

Dollarindstrømningen i Vesteuropa omkring 1. marts stillede de europæiske lande over for et vanskeligt problem, idet den stærke indstrømning dels kunne virke destabiliserende på det europæiske monetære samarbejde, dels kunne virke inflationsfremkaldende, idet det førte til en udvidelse af pengemængden i de enkelte europæiske lande.

5 EF-lande besluttede at bekæmpe krisen ved en fælles flydning. Det hidtidige maksimale kursudsving på 2,25 pct. mellem højeste og laveste notering (slangen) ville herefter blive fortsat for DM, d. kr., gylden, b. francs og f. francs.

Samtidig besluttede Vesttyskland at opskrive DM'en med 3 pct. Baggrunden var antagelig ønsket om, at kursniveauet for de europæiske valutaer i udgangspositionen skulle være realistisk, således at man ikke startede med et kursforhold, hvor der på forhånd kunne ventes at komme spekulation i en opskrivning af den tyske mark.

EF-landenes tidligere beslutning om at indsnævre det maksimale kursud-

sving blev for disse 5 landes valutaer fortsat, således at der imellem de nævnte lande eksisterer faste valutakurser i den forstand, man har kendt det siden Washington-forliget i december 1971. I relation til den fælles landbrugspolitik frembyder dette kursarrangement ikke nye vanskeligheder.

Over for dollaren vil der ikke være fastsat øvre og nedre grænser for de 5 EF-valutaers svingning. Det betyder, at båndet på 4,5 pct. omkring dollaren, som blev fastsat med Smithsonian-aftalen i Washington i december 1971, er ophørt med at eksistere. Der vil således i teorien være fri valutakursdannelse over for dollaren, uden at der på forhånd er fastsat officielle øvre og nedre grænser for kursusudsvinget.

På mødet den 16. marts mellem EF-landene og de øvrige medlemmer af 10-lande-gruppen var der principiel enighed om, at officiel intervention på valutamarkederne kan være nyttig på passende tidspunkter for at bevare velordnede forhold på valutamarkederne samt for at opmuntre til en tilbagestrømning af spekulative midler til USA.

Alle landene erklærede sig rede til at intervenere på eget initiativ på deres markeder. De vil handle fleksibelt og i lys af markedsforholdene og i nær konsultation med myndighederne i det land, hvis valuta vil blive købt eller solgt. Interventionerne vil om nødvendigt blive finansieret ved brug af gensidige kreditfaciliteter. For at sikre tilstrækkelige midler til sådanne operationer forudses forhøjelse af maksimumbeløbet i nogle af de eksisterende SWAP-aftaler. Dette betyder, at der ikke vil blive tale om en helt fri valutakursdannelse, men at man fra officiel side vil søge at regulere og udjævne kursbevægelserne. Det er dog på indeværende tidspunkt usikkert, i hvilket omfang officiel intervention rent faktisk vil blive praktiseret.

Med henblik på at fastholde det maksimale kursudsving på 2,25 pct. mellem de ovennævnte 5 EF-valutaer er det hensigten snarest at udvide de eksisterende kreditmuligheder mellem EF-landenes centralbanker. Dette vil formentlig ske inden for rammerne af den europæiske fond for valutarisk samarbejde, hvis oprettelse bestemtes på EF-topmødet i oktober 1972 i Paris.

Storbritannien og Irland mente ikke i marts at kunne tilslutte sig de øvrige EF-landes aftale. Det betyder, at det britiske pund sterling fortsat flyder uafhængigt, som det har været tilfældet siden juni 1972.

Italien har ligeledes ikke ment at kunne tilslutte sig, og den italienske lire flyder ligeledes uafhængigt.

Italien, Storbritannien og Irland har erklæret, at det er deres hensigt så snart som muligt at tilslutte sig EF-beslutningen om at opretholde en 2,25 pct.'s margin mellem valutaerne, samt at de indtil da vil afholde konsultationer med deres EF-partnere.

Den japanske og canadiske valutakurs fastsættes ligeledes af markedskræfterne, således at disse lande også har en flydende valutakurs.

En række af de europæiske lande, der ikke har søgt medlemskab af EF,

| Kr. pr. 100 enheder | Kurser før Smithsonian-aftalen (dec. 1971) | Kurser efter Smithsonian-aftalen (dec. 1971) | Faktiske kurser i 3. uge af marts 1973 | Faktiske kurser d. 30. april 1973 |
|---|---|---|---|---|
| US-dollar ..... | 750,00 | 698,00 | 617,90 | 625,15 |
| Sterling ..... | 1800,00 | 1818,78 | 1530,25 | 1555,00 |
| D-mark ..... | 204,92 | 216,60 | 218,92 | 220,48 |
| Sv. kr. ..... | 144,978 | 145,03 | 137,95 | 138,21 |
| N. kr. ..... | 105,00 | 105,04 | 104,80 | 105,33 |
| Fr. francs ..... | 135,033 | 136,44 | 136,75 | 136,95 |
| Blg. francs ..... | 15,00 | 15,575 | 15,605 | 15,524 |
| Schw. francs ... | 171,51 | 181,77 | 191,32 | 193,02 |
| Gylden ..... | 207,182 | 215,12 | 213,00 | 211,40 |
| It. lire ..... | 1,20 | 1,2003 | 1,08 | 1,0614 |
| Finske mark .... | 178,571 | 170,24 | 160,30 | 161,60 |
| Isl. kr. ..... | 8,5227 | 7,93 | 6,44 | 6,89 |
| Østr. schil. ..... | 28,846 | 29,957 | 30,06 | 30,2 |
| Jap. yen ..... | 2,0833 | 2,2662 | 2,328 | 2,370 |

herunder Sverige og Norge, har besluttet sig til at holde deres valutakursudsving inden for den mellem EF-landene aftalte margin på 2,25 pct., således at disse valutaer deltager i EF-landenes fælles flydning over for den amerikanske dollar.

Nogle lande har truffet beslutning om nye foranstaltninger til at begrænse importen af kapital fra udlandet. USA har understreget, at den bebudede afvikling af den amerikanske kontrol med eksporten af langfristet kapital ved udgangen af 1974 forudsatte, at der i den mellemliggende periode indtræder en væsentlig forbedring af USA's betalingsbalancestilling. I det omfang, USA i den mellemliggende tid indleder afviklingen af de gældende kapitaleksportrestriktioner, vil det ske under fornøden hensyntagen til forholdene på valutamarkederne og betalingsbalanceudviklingen. De amerikanske myndigheder overvejer samtidig, hvilke skridt der kan være hensigtsmæssige for at fjerne hindringer for importen af kapital til USA. Samtidig vil lande med en stærk betalingsbalancestilling overveje mulighederne for at fjerne eller lette restriktioner på eksporten af kapital, specielt af langfristet karakter.

Mellem EF-landene og de øvrige medlemmer af 10-lande-gruppen var der enighed om betydningen af at dæmpe de spekulative kapitalbevægelser. Det er deres hensigt at søge at skabe større klarhed om kilderne og arten af de omfattende kapitalbevægelser i den seneste tid. Med hensyn til euro-valutamarkedet er der enighed om, at der skal foretages en indgående undersøgelse af de midler, som kan anvendes til at formindske dette markeds meget labile karakter. Denne undersøgelse skal foretages under rimelig hensyntagen til de langsigtede virkninger for det internationale valutasystem. Disse undersøgelser vil bl. a. vedrøre muligheden for, at Valutafondens medlemslande begrænser deres placeringer af officielle valutareserver på euro-valutamarkedet. Desuden

vil man søge at bedømme behovet for at indføre deponeringsforpligtelser for eurovaluta-indskud på samme måde, som man kender det for indenlandske indskud i pengeinstitutterne. Der var enighed om, at de monetære myndigheder ville være rede til at påtage sig visse forpligtelser til at foretage en gradvis og forsigtig nedbringelse af centralbankernes placeringer på euro-valutamarkedet. USA vil overveje mulige skridt til at fremkalde en tilbagestrømning af euro-valutamidler til USA under hensyntagen til markedsforholdene.

De sidste par års kursudvikling fremgår af omstående tabel. Tabellen viser prisen på udenlandsk valuta i Danmark før Smithsonian-aftalen i december 1971, efter Smithsonian-aftalen samt de faktisk konstaterbare kurser på markedet ved udgangen af den tredje uge i marts 1973 og ultimo april 1973.

30.4. 1973.

*H. Thustrup Hansen*