DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

NY VALUTAKRISE MED STERLING SOM HOVEDAKTØR OG DOLLAR I KULISSEN

I sidste nummer af *Økonomi og Politik* blev den internationale økonomiske oversigt afsluttet med ordene:

»*Som det vil være fremgået, skal man være en særdeles stor optimist for at tro på ro på valutafronten i de næste år. De grundlæggende betingelser for tiltro til valutakurssystemets fremtidige stabilitet er ikke blevet skabt. Man har vitterlig »repareret med hæfteplaster« . . .*«.

Sandheden i denne profeti viste sig hurtigere end måske antaget, idet det internationale valutamarked allerede i juni blev udsat for svære rystelser. Fra midten af juni og frem til 23. juni måtte de store vesteuropæiske centralbanker støtte sterling og lire, i lidt mindre grad dollar, for at holde kurssvingningerne inden for det snævre bælte, som EF-landene havde aftalt med virkning fra 24. april og EF-ansøgerlandene tilsluttet sig fra 1. maj.

Bank of England søgte at betvinge det stadig kraftigere pres på pundet ved en diskontoforhøjelse 22. juni, men dette skridt fik ikke den tilsigtede psykologiske virkning. 23. juni gjorde Bank of England pundet flydende – slog altså ind på samme spor som Vesttyskland og Holland i maj 1971 og USA den 15. august 1971.

Det har næppe været nogen let beslutning at tage for den engelske regering kun 7 uger efter tilslutningen til EF-landenes valutasystem at måtte springe fra igen. Men som ved lignende kriser i de sidste år blev realøkonomiske grunde til valutauro forstørret voldsomt op gennem spekulative kapitalbevægelser. For at tage det realøkonomiske først, slog det sidste års ekspansive penge- og finanspolitik endelig igennem på beskæftigelsen i 2. kvartal, hvor arbejdsløsheden reduceredes med ca. 200.000 fra knap 1 mill. til under 800.000. Som også set andre steder gav denne gunstige beskæftigelsesudvikling ugunstige virkninger på betalingsbalancen. Foråret og sommeren 1971 havde udvist ganske smukke månedlige betalingsbalanceoverskud, men fra september var disse overskud blevet gradvis mindre. I de første forårsmåneder 1972 blev saldoen på de løbende poster ligefrem negativ. Pris- og lønudviklingen, som aldrig var kommet i ro efter forrige års langstrakte minearbejderstrejke, viste i forårsmånederne tegn på ny akcelleration. Minearbejderstrejken var som omtalt i sidste konjunktur-

oversigt blevet fulgt af lønaktioner fra jernbanearbejderne i april, og i juni var det dokarbejderne, som rørte på sig.

Selv om en række indenrigsøkonomiske forhold samarbejdede om skabelsen af en devalueringssituation, var der også faktorer som trak i modsat retning. Først og fremmest de britiske valutareserver, som var større end nogensinde, men også den nylige tilslutning til EF-valutaaftalen gjorde en eventuel devaluering mere sandsynlig umiddelbart forud for Storbritanniens indtræden i EF pr. 1. januar 1973 end i sommeren 1972. Men her kommer spekulationen ind i billedet.

For spekulanter er det ret ligegyldigt, om en valuta kan forventes devalueret i morgen eller om et halvt år. I begge tilfælde vil de afhænde den truede valuta, samtidig med at de vil søge at pådrage sig forpligtelser i denne valuta. Sådanne spekulative kapitalbevægelser vil trække prisen på den truede valuta nedad. Dette kan medføre centralbankintervention for at holde valutaen indenfor det aftalte variationsinterval – og derved forstærkes spekulanternes forventninger om en forestående devaluering. Støtteopkøb foretages af devalueringskandidatens centralbank med fremmed valuta, hvilket tømmer valutareserverne. Dette kan nødvendiggøre opfyldelse af spekulanternes forventninger. I Storbritanniens tilfælde fjernede de spekulative kapitalbevægelser i den uge, hvor pundkursen blev givet fri om fredagen, ca. 1/3 af Bank of Englands valutareserver, der forinden var på 3,3 mia. £.

Frem til midten af juni var dollaren under samme tryk som pundet. Dette kan ses af det forhold, at skønt pundet var på vej ud af *slangen,* bevægede denne sig i dollartunnelens øverste halvdel, jvf. sidste konjunkturoversigts omtale af »slangen i tunnelen«. Bank of Englands problem var derfor ikke at holde pundets paritet over for dollaren, men at holde dets paritet over for de stærke europæiske valutaer. Bank of England måtte derfor købe pund mod betaling i disse valutaer, selv om beholdningen heraf var ringe, idet den engelske centralbank overvejende holder sine reserver i dollar. Havde Bank of England forsøgt at betale pund med dollar, ville det have ført til et pres mod dollaren, hvorved slangen ville være hævet højere i dollartunnelen, men uden at bringe pundet tilbage i slangen. En dollaromveksling ville have forøget de øvrige europæiske centralbankers meget store dollarbeholdninger og derved muligvis have drejet valutainteressen over på dollar. For et halvt år siden mente de fleste valutaeksperter, at en ny valutakrise ville være centreret om dollaren, jvf. omtalen af valutasituationen i sidste konjunkturoversigt. Havde Bank of England benyttet sine store dollarreserver, da det brændte på midt i juni, ville eksperternes forventninger måske være blevet opfyldt. Nu blev den nye valutakrise en pundkrise og ikke en dollarkrise – i hvert fald indtil videre.

I øvrigt er dollar stadig den vigtigste valuta på eurovalutamarkedet. Af en aktivmasse på 100 1/2 milliard dollars ved udgangen af 1971 var de 71 3/4 milliard eurodollars. Resten var andre euro-valutaer: Euro-Dmark var nr. 2 med godt 16 milliarder dollars i udlån, euroschweizerfranc nr. 3 med godt 8 milliarder dollars, sterling nr. 4. med godt 1 1/2 milliard dollars og endelig euro-gylden nr. 5 med 3/4 milliard dollars. Alle andre eurovalutaer tilsammen udgjorde ca. 2 milliarder dollars. Disse tal stammer fra den nylig udsendte årsrapport fra Bank for International Settlements, B. I. S., som også opgiver euro-valutamarkedets omfang ved udgangen af 1970. Den gang var den samlede aktivmasse på 78 1/4 milliard dollars, således at det sidste års vækst har været på godt 22 milliarder dollars – ca. 30 pct. Ved vurdering af størrelsesordenen må man være opmærksom på, at en del af aktiverne repræsenterer dobbeltregning, fordi eurovalutaen passerer flere banker undervejs fra udlåner til låner. Korrigerer man for denne dobbeltregning, anslår B. I. S., at den samlede effektive kreditydelse via euro-markedet ved udgangen af 1971 lå på 71 milliarder dollars. Korrigeret på denne måde var stigningen 14 milliarder på et år – den største stigning nogen sinde.

I en artikel i juninummeret af *Euromoney* analyseres problemet med de meget store dollarbeholdninger udenfor USA af den administrerende direktør for Bankers Trust International *Evan Galbraith*. Denne forklarer dollarophobningen ved USA's manglende lyst til at ombytte udenlandske dollars med guld og de udenlandske centralbankers modvilje mod fornyet revaluering i forhold til dollar. »Nogle siger, at de udenlandske centralbanker slet ikke er så bekymrede over de store dollarbeholdninger, men simpelthen beklager sig af taktiske grunde – navnlig for at få reduceret de amerikanske investeringer i udlandet«. Dette er virkelig diplomatisk sagt! Galbraith undersøger herefter andre måder at klare dollarophobningen på end ombytning med guld, revaluering af andre valutaer og reduktion af de amerikanske udlandsinvesteringer. Han foreslår centralbankerne at investere dollars i dollaraktiver – amerikanske aktier, fast ejendom i USA osv. I den udstrækning, centralbankerne viger tilbage for risikobetonede investeringer, kan dollarbeløbene udlånes f. eks. i ti år til indenlandske forsikringsselskaber, investeringsforeninger o. lign. mod en passende rente og med krav om, at dollarlånene skal investeres i USA. Forsikringsselskaber, pensionskasser, investeringsforeninger (unit trusts) o. lign. investeringsvante institutioner er jo i besiddelse af den nødvendige ekspertise til at kunne vurdere de forskellige investeringsmuligheder. De erhvervede dollaraktiver skal efter Galbraiths forslag være pantesikkerhed for centralbankernes udlån. Viger centralbankerne tilbage fra ovenstående forslag ud fra likviditetsmæssige overvejelser, vil en forhandling med det amerikanske finansministerium utvivlsomt kunne resultere

i et løfte om til hver en tid at ville yde centralbankerne dollars, eventuelt med sikkerhed i centralbankernes lånekontrakter med de institutioner som har investeret i dollaraktiver. USA's interesse i arrangementet ligger i betalingsbalanceforbedringen, og dette begrunder »the US Treasury's« utvivlsomme tilsagn om at klare eventuelle likviditetsproblemer for centralbankerne. Galbraith konkluderer, idet han udpeger Bank of England som den typiske udenlandske centralbank, der kan være interesseret i arrangementet: »Everybody, except perhaps some commercial banks, is happy. The US balance of payments is improved. The Bank (Bank of England) has put its dollars to work without going into the investment business. A U.K. investing institution is helped by some attractive leverage and the Bank has its needed liquidity from the collateralised facility with the US Treasury«.

Sluttelig skal der gives et kort rids af valutabegivenhederne i ugerne efter pundets frigivelse til »floating« den 23. juni. Finansministrene fra EF og de 4 ansøgerlande mødtes i Luxembourg den 26. juni – for EF's vedkommende først og fremmest for at finde en måde at klare den italienske lires svaghed på. Italien ønskede at frigøre sig fra aftalen om en svingningsmargin for valutakurser på kun 2 1/4 pct., og frafaldt først efter at de øvrige EF-lande havde givet tilsagn om specielle støttefaciliteter til liren for at bevare dens kursudsving indenfor båndbredden. Samme tilsagn kunne EF-ansøgerlandet Danmark ikke få, hvorfor den danske økonomiminister meddelte, at den danske krone da ville falde tilbage til den båndbredde for valutakurssvingninger på 4 1/2 pct., der var aftalt ved Washingtonmødet den 18. december 1971.

Enkelte vesteuropæiske valutabørser åbnede for valutahandelen den 27., men de fleste først den 28. juni. Det engelske pund faldt mere end måske forudset – nemlig 6–7 pct. frem til slutningen af juli.

Presset på dollaren var udtalt frem til midten af juli, men herefter mindre stærkt. Pundets skvulpende men nedadgående bevægelse standsede ligeledes på dette tidspunkt. Der er derfor næppe tvivl om, at den indtrådte ro på de internationale valutamarkeder har sammenhæng med resultatet af finansministermødet i London midt i juli mellem EF og ansøgerlandene. Udtalelserne fra finansministermødet var utvetydige med hensyn til stædig vilje til i fællesskab at forsvare de eksisterende pariteter, herunder dollarens. Endelig evnede de ti finansministre at blive enige om 8 vigtige formål, der skal tilgodeses ved en omfattende international valutareform, nemlig:

1. Et nyt internationalt valutasystem skal fortsat baseres på faste pariteter – dog med mulighed for regulering.
2. Valutasystemet skal indrettes, så der genindføres fri konvertibilitet.

3. Der må etableres en form for international kontrol med den internationale likviditet.
4. Sysytemet skal indrettes, så det kan tilbyde de nødvendige midler til udligning af landenes betalingsbalancer.
5. Systemet skal have til formål at begrænse den ustabilitet, der kan følge af de kortvarige kapitalstrømme.
6. Systemet skal bygge på principperne om lige rettigheder og lige forpligtelser for alle deltagerlandene.
7. Systemet skal tage hensyn til udviklingslandenes interesser.
8. Systemet skal være foreneligt med de skridt henimod en monetær union, som det udvidede EF sigter imod.

En international valutareform skal drøftes, som så mange gange før, på årsmødet i I. M. F. Man skal dog ikke vente en reform allerede i september – selv om »de 10« er nået til enighed om en principerklæring i 8 punkter. Først og fremmest USA er næppe – før præsidentvalget – indstillet på at yde de nødvendige ofre for genoprettelse af stabilitet i valutakurssystemet.

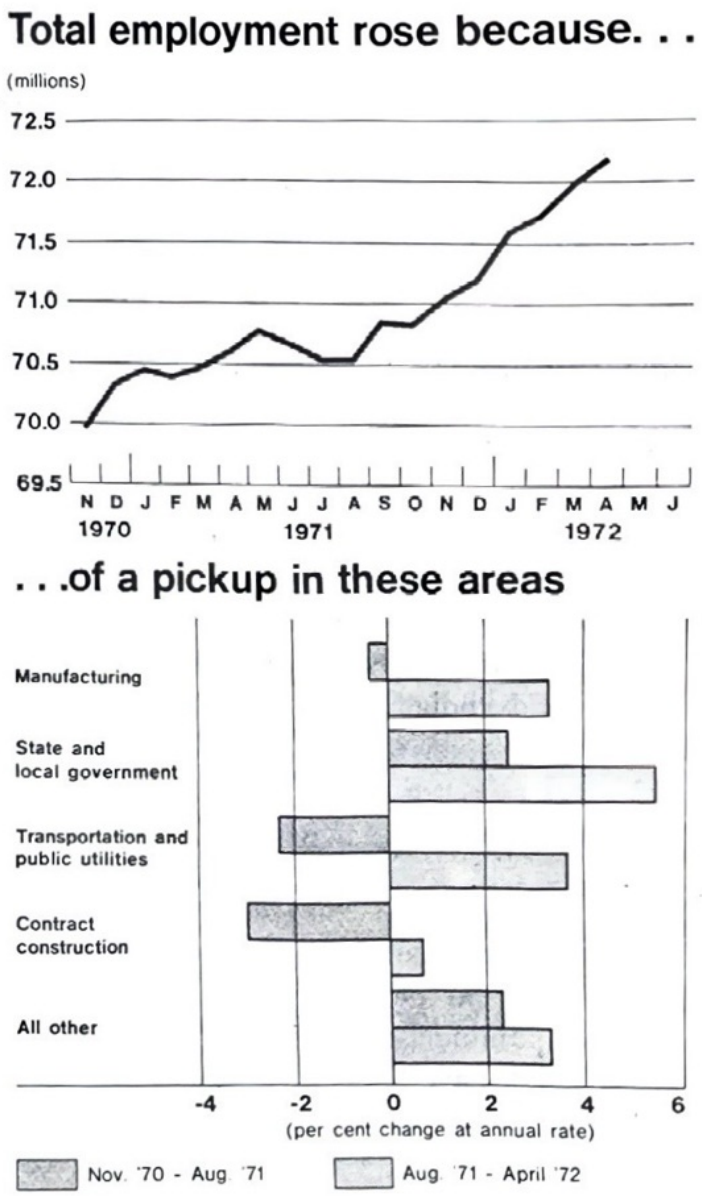
DEN INTERNATIONALE KONJUNKTURSITUATION

Storbritannien

Konjunktursituationen i 2. kvartal fremgår af afsnittet om sterlingkrisen. Ugerne, efter at pundet var blevet givet fri, blev stærkt præget af havnearbejderkonfliktens påmindelse om de fortsatte svagheder i britisk økonomi. I slutningen af juli havde havnearbejderstrejken, omfattende 40.000 mand, lammet det meste af godsomsætningen på de engelske havne.

USA

Også OECD er nu overbevist om, at amerikansk økonomi er inde i en ekspansionsfase. I sin årlige karakterbog for USA forudses for 1972 en vækst på 5,75 pct. i bruttonationalproduktet i faste priser mod 2,7 pct. året før. OECD fremhæver de private investeringer med en tilvækst på 10,75 pct. som hovedimpulsen i efterspørgselsstigningen. Specielt byggesektorens 17,25 pct's tilvækst stimulerer aktiviteten. Med de nuværende tendenser vil den offentlige efterspørgsel øges med 6,75 pct. og det private forbrug med 4,25 pct. i 1972. For 1973 spår OECD en forøgelse af bruttonationalproduktet med 6 pct. målt på årsbasis for første halvår 1973. I 1971 steg det amerikanske prisniveau med 4,6 pct. Med den nuværende trend regner OECD med en prisstigning på kun 3,75 pct. i 1972 p. gr. a. pris- og lønkontrollen samt den relativt store margin mellem produktion og produktionskapacitet.



Employees on nonagricultural payrolls, seasonally adjusted. Red bars represent annual rate of change from Nov. 1970-Aug. 1971, and black bars the rate from Aug. 1971-April 1972.

Chase Manhattan Bank forklarer denne margin bl. a. ved den eksceptionelt store stigning i arbejdsstyrken i det sidste års tid. Den civile beskæftigelse steg med 2,6 mill. stillinger, uden at ledigheden reduceredes mellem maj 1971 og maj 1972. Iøvrigt faldt den amerikanske ledighed skarpt i juni. Nedgangen var på 0,4 pct. til 5,5 pct. Hermed var man tilbage til ledighedsniveauet fra oktober 1970. Ovenstående figur fra First National City Bank's *Monthly Economic Letter,* juni 1972, viser dels totalbeskæftigelsens udvikling fra efteråret 1970 til foråret 1972, dels beskæftigelsesfremgangens fordeling på sektorer.

Sverige

Trods regeringens beskæftigelsesfremmende foranstaltninger i det sidste års tid viste heller ikke 2. kvartal tegn på ekspansion i svensk økonomi. Flere og flere økonomisk sagkyndige i Sverige gav i 2. kvartal udtryk for skepsis med hensyn til muligheden af en økonomisk vækst på 3,5 pct. i 1972 som spået af regeringen. Blandt de skeptiske var Götabanken, som i sin seneste oversigt ikke venter ekspansion før i 1973.

Vesttyskland

Inflation er blevet Vesttysklands største økonomiske problem. I juni steg leveomkostningerne med 8 pct. på årsbasis sammenlignet med 5 pct. sidste år. Med den amerikanske vægt på pengepolitikkens virkninger kan det næppe undre, at Chase Manhattan Bank i sit skrift *International Finance,* 17. juli 1972, forklarer de kraftige prisstigninger ved ekspansionen i det hjemlige pengeudbud – stigningen i perioden februar-april var på over 20 pct. regnet på årsbasis. Betalingsbalancens likviditetspåvirkning var frem til juni nærmest kontraktiv, men sterlingkrisen førte til en kraftig tilførsel af korte penge, således at valutareserven steg med 2,7 milliarder dollars i junis to sidste uger. For at hindre denne kapitalstrøm i at forøge det i forvejen for store hjemlige pengeudbud, blev der gennemført en skærpelse af kreditpolitikken ved bestemmelser af 30. juni og 13. juli. Streng kontrol med ind- og udgående kapitalbevægelser blev ligeledes gennemført for at hindre yderligere kapitaltilførsel. Sidstnævnte stred imod finansminister Karl Schillers opfattelse, og han forlod i konsekvens heraf regeringen midt i juli.

Japan

Efter den store japanske Mitsubishi Banks mening vil Japan følge med i det opsving, der er under udvikling i de store vestlige industrilande. Fra 1. april 1972 til 1. april 1973 ventes en økonomisk vækst på 9 pct., hvor der for kort tid siden blot ventedes en vækst på 8 pct. I samme periode året før var den reelle vækst 5,7 pct. Det er en uventet stor opgang i lageropbygning og industriproduktion, der ligger bag den nye optimisme. Mitsubishi Bank venter et handelsbalanceoverskud i indeværende år på endnu mere end sidste års 8½ milliard dollars, og forventer i den anledning yderligere politiske vanskeligheder i forholdet til omverdenen.

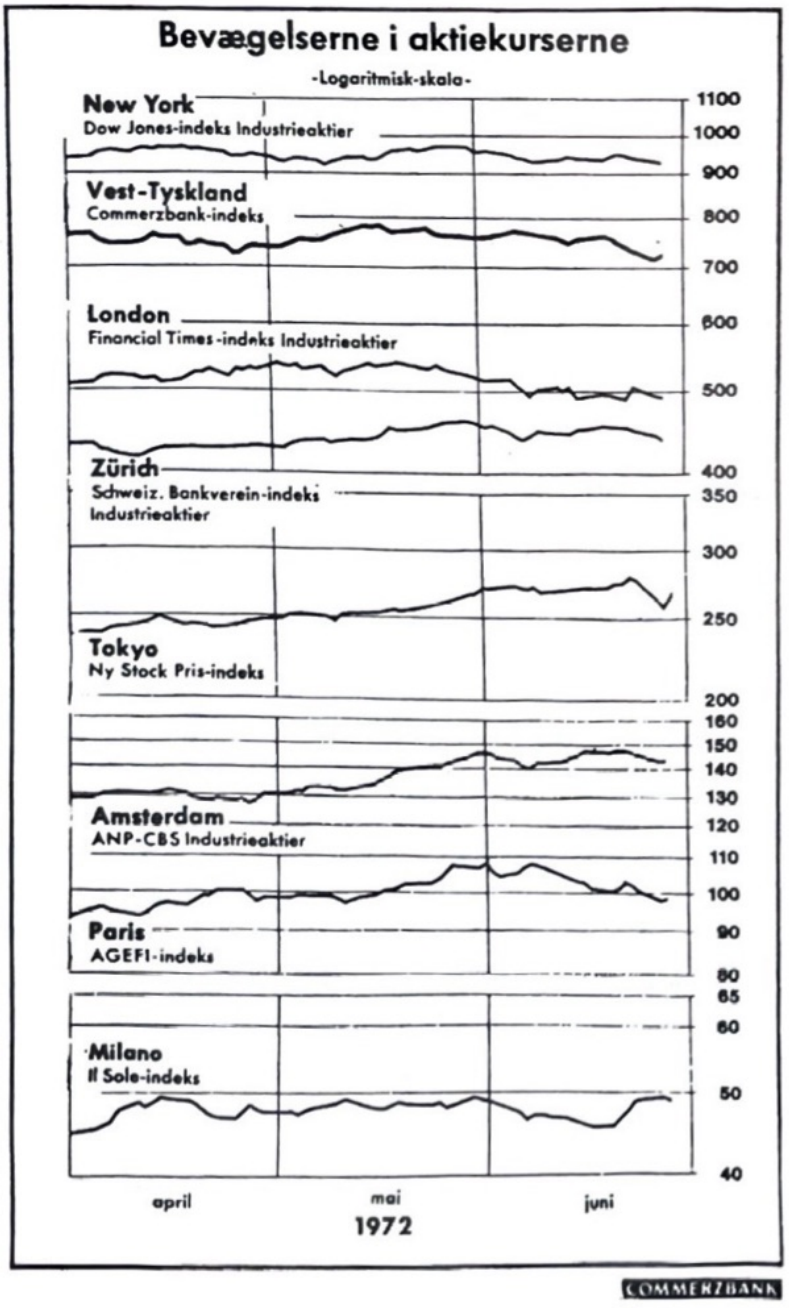
Canada

Prognoserne over den økonomiske vækst i 1972 justeres stadig opad i takt med opsvinget og lyder nu på 6 pct. Boligbyggeriet, privatforbruget og lagerinvesteringerne var i forårsmånederne de mest aktivitetsstimulerende

sektorer. Konjunkturopsvinget har ligesom det tilsvarende amerikanske ikke reduceret arbejdsløsheden mærkbart p. g. a. megen uudnyttet kapacitet og stærk produktivitetsforøgelse. Også i lighed med USA er betalingsbalancesituationen forværret. Hvor USA tilsyneladende har fået dæmpet prisstigningstakten i årets første halvdel, lider Canada af akcellererende prisstigninger.

Kursudviklingen på de internationale aktiebørser

2. kvartal var præget af en positiv stemning på de internationale børser, men denne udvikling blev slået i stykker i anden halvdel af juni. Det



var den fornyede valutauro, der bevirkede et tilbageslag i aktiekurserne på de fleste store børser, fremgår det af Commerzbanks internationale børsoversigt. Investeringsklimaet blev kraftigt belastet af den britiske beslutning om at lade pund-kursen flyde. Også de forholdsregler, som bl. a. Schweiz og Vesttyskland indførte for at bremse tilstrømningen af fremmed valuta, påvirkede kursdannelsen. New Yorks børs var præget af en vigende stemning, som foruden pundkrisen skyldtes den inflationære prisudvikling samt tendensen til stigning i renteniveauet. Den kraftigste reaktion på valutauroen forekom på Tokios børs, hvor det kom til kraftige kursfald. I junis allersidste dage blev faldene dog afløst af en vis reaktion. Samme mønster udviste de tyske børser. Milanos børs var stik imod den generelle tendens ganske betydeligt hævdet i den sidste del af juni. Årsagen hertil var først og fremmest, at det endelig lykkedes at danne en levedygtig regering.

1. august 1972
H. Thustrup Hansen