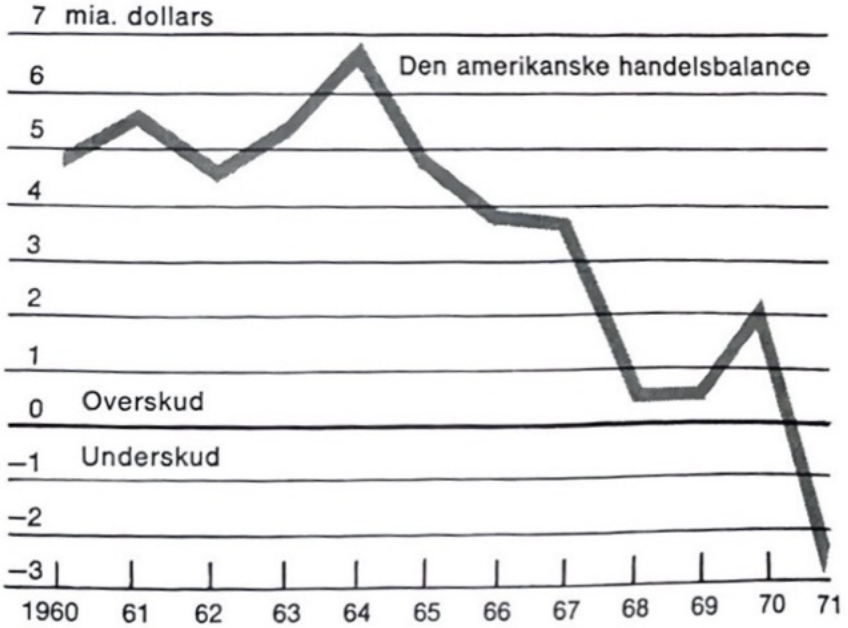
DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

DEN INTERNATIONALE KONJUNKTURSITUATION

USA. Årets første to måneder bragte i forlængelse af udviklingen sidste år, jfr. nedenstående figur, et underskud på handelsbalancen på 916 mill. $. Den stærkt ekspansive finans- og pengepolitik har således haft effekt på dette område, mens den tilsigtede effekt på beskæftigelsen stadig ikke har vist sig. Meget overraskende var meddelelsen i slutningen af april om en vækst i bruttonationalproduktet i faste priser på 5,3 pct. i første kvartal. Nominelt var stigningen 11,5 pct., men 6,2 pct. tilskrives prisstigninger. Realvæksten sammenholdt med arbejdsløsheden påpeger den fortsat kraftige produktivitetsforøgelse i amerikansk erhvervsliv.

Storbritannien. Forslaget til engelsk statsbudget for 1972–73 har bragt optimisme m. h. t. den fremtidige konjunkturudvikling. Som det vil være fremgået af *Økonomi og Politiks* tidligere internationale konjunkturoversigter, har den engelske økonomi i de seneste år udvist alle tegn på stagnation og har været præget af stigende arbejdsløshed. De finanspolitiske lempelser fra 1971 skulle efter finansminister *Anthony Barbers* budgetforslag suppleres med ca. 1,4 mia. pund sterling i det kommende finansår



med det sigte at få den økonomiske vækstrate op fra 2–3 pct. årligt til 5 pct.

Budgetforslagets vigtigste ændringer skal omtales i det følgende. Indkomstskatterne reduceres med 1,2 mia. pund således, at 2 3/4 mill. skatteydere, som med uændrede regler skulle have bidraget til statens indtægter, slipper for at betale statsskat på grund af en forhøjelse af den skattefri bundgrænse. For de resterende 21 mill. skatteydere falder skatten med et pund sterling om ugen. Derudover sker der skattelettelser for investeringsindkomster, og pensionsydelserne øges med 12 1/2 pct. fra efteråret.

Medens de ovennævnte foranstaltninger sigter mod en udvidelse af det private forbrug, gennemføres der tillige ændringer med henblik på en bedring af investeringsklimaet. Således skabes der frie afskrivninger for investeringer i produktionsanlæg og maskiner, hvilket betyder, at der kan foretages en afskrivning på 100 pct. allerede i anskaffelsesåret. Derudover lempes afskrivningsmulighederne for nyopførte industribygninger, der ligger uden for udviklingsområderne, hvor der til gengæld vil blive ydet øgede investeringstilskud. Endelig gennemføres der for de mindre virksomheder (overskud på mindre end 15.000 pund sterling) en særlig lempelig beskatning.

Udover disse efterspørgselsfremmende foranstaltninger indeholder Anthony Barbers budget også visse omlægninger af beskatningen møntet på Englands snarlige indtræden i fællesmarkedet. Fra 1. april 1973 indføres en meromsætningsafgift, der skønnes at komme til at ligge på 10 pct., hvorfra dog skal undtages de fleste fødevarer, aviser, tidsskrifter, bøger, eksportvarer, brændsel og byggeri m. m. Til gengæld sker der med øjeblikkelig virkning en reduktion i en række punktafgifter, idet afgiften på luksusvarer på 45 pct. og på biler og varige forbrugsgoder på 30 pct. begge nedsættes til 25 pct. Fra april næste år ændres selskabsbeskatningen således, at virksomhedernes overskud kun bliver beskattet én gang, uanset om det henlægges eller udbetales som udbytte, hvor sidstnævnte beløb hidtil har været beskattet ved siden af overskuddet.

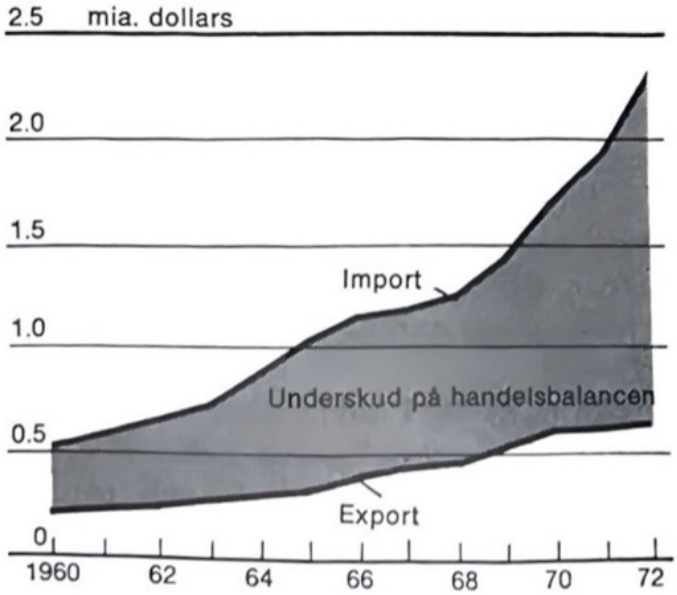
Det nye budgets ekspansive foranstaltninger har visse steder skabt frygt for konsekvenserne for betalingsbalancen. I den forbindelse kan oplyses, at den britiske handelsbalance for marts viste et underskud på 80 mill. pund – en forværring af underskuddet fra februar, der var på 33 mill. pund. Eksporten faldt i marts med 31 mill. pund til 720 mill. pund, mens importen steg med 16 mill. til 800 mill. pund – et nyt rekordniveau. Årsagen til den ugunstige udvikling i Storbritanniens handelsbalance i marts var bl. a. kulstrejken, som bragte uligevægt i eksporten, samtidig med at den bevirkede en stigning i kulimporten på 64 mill. pund. Tager man de usynlige poster på betalingsbalancen med i billedet, viser den britiske betalingsbalance for første kvartal af 1972 dog fortsat et betydeligt overskud.

Faren for øget omkostningsinflation er i øvrigt ikke blevet mindsket ved regeringens lønforhøjelser på over 20 pct. til kulminearbejderne. Omkring 300.000 britiske jernbanearbejdere gennemførte i april en langvarig »arbejd langsomt« aktion. Årsagen var, at forhandlingerne mellem jernbanearbejdernes repræsentanter og jernbanerne var endt resultatløse, fordi arbejderne ikke ville acceptere et tilbud om 11 pct. lønforhøjelse.

Vesttyskland. Den vesttyske regering har besluttet – som led i forsøget på at fremme aktiviteten – at tilbagebetale de vesttyske skatteydere lige ved 6 mia. D-mark. Dette beløb repræsenterer en ekstraskat, der betaltes i 1970–71, og som under alle omstændigheder skulle betales tilbage i marts 1973. I marts registreredes 268.000 arbejdsløse svarende til 1,2 pct. af samtlige beskæftigede. Marts 1971 var der 207.000 arbejdsløse.

Sverige. Det sidste halvårs ekspansive finanspolitik havde endnu i april ikke givet sig udslag i øget produktion i den private sektor af økonomien. Industriens ordreindgang var ikke forbedret, og ordrebeholdningen målt i faste priser lå på et lavere niveau end året før. På trods af arbejdstidsforkortelsen fra begyndelsen af 1972, var arbejdsløsheden stadig betydelig, og på trods af et helt års voldsomme kreditekspansion var investeringsaktiviteten fortsat ringe. Kreditekspansionen syntes af virksomhederne anvendt til likviditetsmæssig konsolidering snarere end til kapacitetsudvidelse.

Grækenland. Den græske økonomi har i mange år haft en vækstrate i overkanten af det øvrige Vesteuropas – nemlig ca. 7 pct. Denne vækst blev også nået i 1971. Med den tiltagende industrialisering er landet løbet ind i handelsbalanceproblemer ganske lig de danske: Importvæksten er stærkere end eksportvæksten. Nedenstående figur belyser udviklingen nærmere.



Underskuddet på handelsbalancen var 311 mill $ i 1960 og steg støt og roligt 60'erne igennem til 1302 mill. $ i 1971. 1972's underskud vil ligge på omkring 1600 mill. $. Store nettoindtægter fra turisme, søfragt, fremmedarbejderes overførsler etc. har i de sidste år kunnet dække ca. to trediedele af handelsbalanceunderskuddet. I 1972 forventes underskuddet på de løbende poster således at blive ca. 500 mill. $.

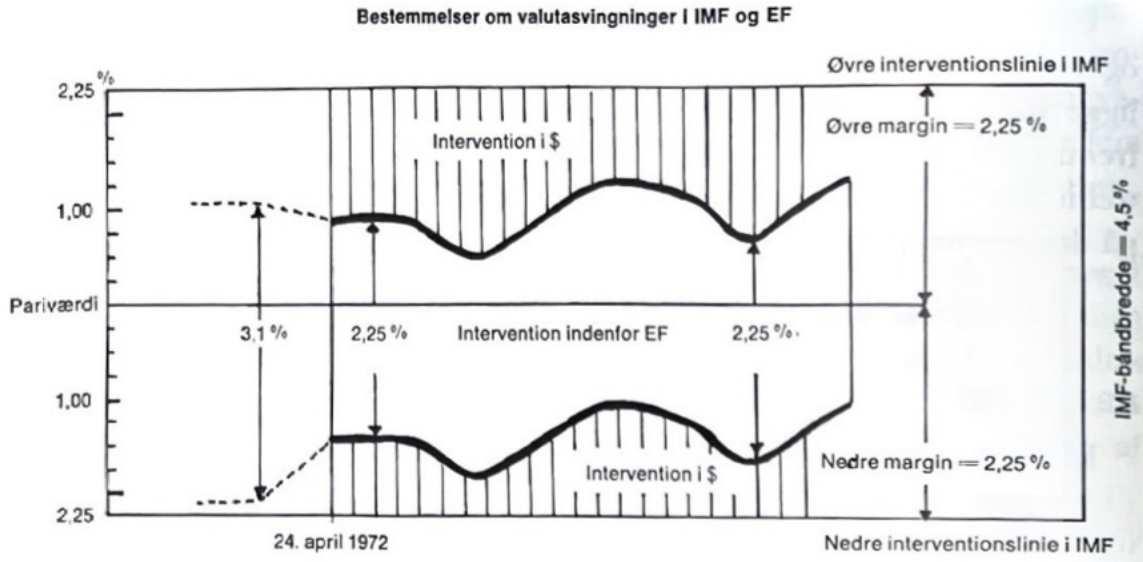
DE NYE BESTEMMELSER OM VALUTASVINGNINGER I IMF OG EF

Efter de regler, som var gældende i Den internationale Valutafond (IMF) fra dens oprettelse og helt frem til begivenhederne på valutafronten i maj og august sidste år, skulle de daglige udsving i de enkelte landes kurser holdes inden for et interval på højst 1 procent over, respektive under den normalkurs (pariværdi), der var anmeldt til Valutafonden. For deltagerne i den særlige europæiske valutaoverenskomst, EMA, var marginen dog snævrere, idet de fleste af deltagerne i EMA havde aftalt kun at tillade kursudsving op til et maksimum på 3/4 pct. på hver side af parikursen over for dollar.

I *forhold til dollar* kunne hver af de vesteuropæiske valutaer således bevæge sig inden for et interval på 1 1/2 pct. Dette betød igen, at de europæiske valutaer *indbyrdes* kunne svinge op til et maksimum på 3 pct., nemlig når en valuta gik fra gulv til loft, og en anden valuta samtidig bevægede sig fra loft til gulv.

EF-ministerråds-resolutionerne af 8.–9. februar 1971 vedrørende iværksættelse af Werner-planens første etape indebar bl. a., at marginerne for kursudsving mellem EF-valutaerne indbyrdes skulle reduceres i forhold til det oven for nævnte, men vel at mærke uden at dette skulle indebære nogen indsnævring af EF-marginerne over for dollar. Det er herved man kan tale om, at der inden i dollartunnelen skulle placeres en særlig »slange«, som EF-kurserne indbyrdes skulle holde sig inden for, indtil man nåede frem til den fuldstændige afskaffelse af kursvariationer mellem EF-valutaerne.

Hele dette system blev sprængt, da Vesttyskland og Holland indførte flydende valutakurser i maj 1971, og da de to lande fra august 1971 fik bredt internationalt følge vis-a-vis dollaren. Ved valutakonferencen i Washington fastlagdes et nyt sæt pariteter, som man skal søge at fastholde som det normale; men indtil videre tillades der nu daglige kursudsving i hver retning på op til 2 1/4 pct. af parikurserne. Afstanden fra gulv til loft i tunnelen er altså nu 4 1/2 pct., og dette indebærer, at de totale kursudsving mellem bl. a. europæiske valutaer efter Washington-aftalen kan blive hele 9 pct. Tunnelen er altså blevet udvidet betydeligt. For EF landene –



både de nuværende og de kommende – kommer slangen imidlertid nu ind i billedet igen. EF har nemlig besluttet, at der fra 24. april i år ikke kan tillades større kursudsving mellem EF's valutaer end 2¼ pct. Sammen med andre foranstaltninger – bl. a. gensidig valutastøtte og mere bindende konsultationer end hidtil om den økonomiske politik – skal dette bringe den økonomiske og valutariske union tilbage til det spor, den blev afsporet fra i maj 1971.

I fællesskab skal EF-valutaerne fortsat kunne variere over for dollar og andre tredielandsvalutaer inden for Washington-aftalens brede tunnel. Med fri konvertibilitet siger det imidlertid sig selv, at ingen EF-valuta både kan holde sig inden for den snævrere EF-båndbredde og samtidig udnytte de øgede muligheder for udsving i forhold til dollar m. v., der nu er skabt i EF. Denne større bevægelsesfrihed må derfor af EF udnyttes ved, at slangen kommer til at bevæge sig inde i tunnelen. Nedenfor belyses dette nærmere i en figur.

VALUTASITUATIONEN I 1. KVARTAL 1972 OG SYNSPUNKTER OM FREMTIDEN

I sidste nr. af *Økonomi og Politik* omtaltes de amerikanske krav om handelsindrømmelser fra EF som betingelse for ratifikation af valutaforliget fra december. Første forhandlingsrundes magre resultater omtaltes også.

Anden forhandlingsrunde startede 14. januar i Bruxelles, og afsluttedes først en lille måned senere. Forhandlingerne var akkompagneret af fortsat stigende guldpris og af tiltagende uro på de internationale valuta-

markeder, hvor især dollaren svækkedes stærkt. Forliget mellem USA og EF gav amerikanerne begunstigelser for korn, appelsiner, grapefrugt og tobak.

Hvis nogen havde ventet, at handelsforliget ville besegle valutaforliget og skabe valutaro, har udviklingen frem til skrivende stund været skuffende.

Der har været store forskydninger i valutakursrelationerne, og i perioder har presset på dollaren været stærkt. Endvidere har guldprisen fortsat haft en stigende tendens.

Det er sjældent, at bankverdenens øverste ledere udtaler sig præcist om risikoen for valutakriser og behovet for valutakursændringer, men dette er sket i overraskende grad i den sidste tid. Sir *Frederic Seebohm,* Barclays Bank, har spået ny dollarkrise i 1972 og peget på faren for, at både private virksomheder og Valutafonden skal komme i den situation, at der må siges nej til at modtage dollar som betaling – selv i forretningstransaktioner.

George S. Moore, First National City Bank, har betegnet guldprisforhøjelsen fra 35 til 38 $ som »reparation med hæfteplaster« og har vurderet en guldprisforhøjelse på mellem 50 og 100 pct. for nødvendig, hvis dollaruroen skal bekæmpes og en ny ligevægt se dagens lys.

Hvilke helt basale forhold forklarer nu den manglende tiltro til, at 7 års international valutauro står foran afløsning af 7 års ro?

1. Den af George S. Moore fremhævede utilstrækkelige dollardevaluering.

2. Den manglende politiske evne og vilje til at træffe fornødne foranstaltninger til genoprettelse af amerikansk betalingsbalanceligevægt.

3. En fortsat forskellig udvikling i produktivitet og konkurrencesituation i og for de forskellige industrilande, hvilket de markedspolitiske omplaceringer i øvrigt vil accentuere.

Hvert af ovennævnte forhold skal kommenteres kort, før en næppe overraskende konklusion drages.

1. Det er i længden uholdbart at opretholde en opspaltning af guldmarkedet som sket siden den store guldkrise (dollarkrise!) i 1968. Ønskes dollaren konvertibel overfor guld, må der være lighed mellem det frie markeds guldpris og guldpariteten. Alene dette punkt vil kræve en yderligere guldprisforhøjelse til mere end 45 $ pr. ounce.

En gradvis tilbagetrækning fra dollar og guld som hovedbestanddele i forsyningen med international likviditet til SDR's kunne fritage amerikanerne for ovennævnte pinagtige justering. Men amerikanerne og EF kan ikke forestille sig et valutasystem, som ikke på en eller anden måde er knyttet til guld. Ligeledes deler mange vesteuropæiske lande USA's usikkerhed overfor SDR's, som frygtes at være inflationsbefordrende.

Af den totale internationale likviditet på omkring 110 mia. $ udgør guld ca. 40 mia., dollar ca. 50 mia., SDR's knap 10 mia., og IMF-landenes reserveposition overfor Valutafonden er på 7–8 mia. $. Med førnævnte landes holdning til guld og SDR's og med USA's ønske om dollarkonvertibilitet overfor guld, vil en urealistisk guldpris på 38 $ pr. ounce være en stadig kilde til valutauro. Da en yderligere dollardevaluering ikke er politisk mulig for den amerikanske regering i den nærmeste fremtid, vil den her nævnte urofaktor få lov at ulme.

2. USA's officielle statistik benytter en anden opgørelsesmetode end de fleste andre lande, når betalingsbalancesituationen skal gøres op. Benytter vi amerikanernes »official settlements« metode, der registrerer forretningsmæssigt motiverede betalinger mellem USA og omverdenen, manifesterer de sidste års amerikanske betalingsbalanceproblem sig i følgende udvikling: Overskud på 2,7 mia. $ i 1969, underskud på 9,8 mia. $ i 1970 og underskud på 29,6 mia. $ i 1971.

I stigende grad er USA's handelspartnere i de sidste år blevet forsynet med store dollartilgodehavender. Man kan dadle, men ikke fortænke store centralbankers forsøg på at få disse reserver forrentet ved placeringer på euro-dollarmarkedet, hvilket mindst 20 forskellige centralbanker da også gjorde i 1971 ifølge den schweiziske *Union Bank*. Disse placeringer har bidraget til, at dollarreserverne uden for USA i en række tilfælde er blevet talt to eller tre gange, og på den måde har de pågældende centralbanker bidraget til valutakrisen (dollarkrisen!).

Som før nævnt hører banksektoren ikke til denne verdens provoer. Med dette in mente må man fæste lid til Union Banks *fantastiske oplysninger om, at flere medlemmer af ti-landegruppen, samtidig med at støtte dollaren ved køb til reserverne, underminerede disse bestræbelser ved at udlåne de opkøbte dollar på euro-dollarmarkedet.*

Der er ingen tvivl om, at fortsatte store amerikanske betalingsbalanceunderskud vil forårsage tilbagevendende valutakriser, blandt andet som følge af ovennævnte mekanik. I en tale for nylig har den italienske centralbankdirektør *Guido Carli* oplyst, at en række centralbanker uden for »de ti« fortsat i udstrakt grad benytter eurodollarmarkedet til placering af reserverne. Fortsætter de amerikanske betalingsbalanceunderskud, fortsætter altså også valutakriserne.

Det nye federale budget opererer med et underskud på ca. 25 mia $, eller næsten 10 pct. af udgifterne, hvilket er et betydeligt større deficit end i foregående budgetår. *Præsident Nixon skal hurtigt have fjernet en stor del af de 6 mill. arbejdsløse for senere på året at kunne blive behørigt kåret som genvalgt præsident.* Derfor suppleres lavrentepolitikken med en ekspansiv finanspolitik, og derfor vil betalingsbalanceunderskuddet snarere

stige end falde i tiden frem til efteråret 1973. Også dette forhold må skabe tvivl om dollarkursens position i den nærmeste tid.

3. I efterkrigstiden har de industrialiserede lande haft vidt forskellige udviklingsforløb, hvad angår vækst og produktivitet. Vesttyskland og Japan har på disse områder ligget i spidsen – Storbritannien og USA har været placeret i den mindre flatterende modsatte ende.

Hvad årsagerne til dette har været, skal ikke diskuteres i detaljer her. Nogle peger på Japans og Vesttysklands betydelige bruttoopsparing – 30–40 pct. af bruttonationalproduktet hvert år sammenlignet med Storbritanniens – USA's 20–25 pct. Andre hæfter sig ved mere uhåndgribelige faktorer som arbejdsomhed, livsholdning o. s. v. I relation til det stive valutasystem med principielt fastlåsede kursrelationer (Bretton-Woods-systemet), har denne forskel i produktivitetsudvikling givet nogle lande svulmende valutareserver og andre lande håbløs kortsigtet gæld.

Ønskes princippet om faste valutakurser videreført, videreføres også den tendens til betalingsbalanceuligevægt, som har været kimen til så mange valutakriser. Fastlåsede valutakurser med begrænset svingningsadgang – ved Washington-aftalen udvidet fra 1 pct. til 2¼ pct. på hver side af valutakursen – forudsætter, at forskelle i produktivitetsudvikling i forskellige lande kun er af midlertidig karakter. Al praktisk erfaring taler imod denne forudsætnings holdbarhed.

Tre forhold af afgørende betydning for ro eller uro om valutakurserne er ovenfor behandlet.

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« . . .

1. maj 1972
H. Thustrup Hansen