REFORMBESTRÆBELSER I DET INTERNATIONALE PENGESYSTEM

EIGIL KRUSE-KEMPEN

> ... *"the fundamental needs of the international monetary system are achieved when the economic and monetary problems facing the world are both solved".*
>
> *(Ian Shannon)*

DIAGNOSE

Det er noksom bekendt, at den internationale monetære scene i de senere år har været præget af en stadigt tilbagevendende feberagtig uro. Skønt der både på nationalt og internationalt regerings- og institutionelt hold er blevet truffet energiske og tilsyneladende i hvert enkelt tilfælde nogenlunde fyldestgørende forholdsregler til afværgelse af de værste virkninger af den serie af kriser, som har truet med at bringe det internationale pengesystem, som det eksisterer i øjeblikket, til fald og med at tilintetgøre mange af de fremskridt, som er blevet opnået siden 1930'erne, er man ikke kommet målet om at finde en universalløsning på de problemer, som antageligt ligger til grund for forstyrrelserne, afgørende nærmere.

Det nuværende system har især opvist svagheder på tre områder: der er øjensynligt (i en verden præget af uophørligt – omend nationalt ujævnt – stigende priser og et ekspanderende handelssamkvem) ikke blevet tilvejebragt den fornødne internationale likviditet [1]), der er ikke blevet skabt og opretholdt et fornødent mindstemål af tillid og sidst – men ikke mindst – forsøg på at konstruere en glat, effektiv tilpasningsmekanisme for de nationale valutaer, er i al væsentlighed slået fejl.

Trods disse grundlæggende vanskeligheder er vi naturligvis kommet en lang vej siden dengang, da forstyrrelser i det valutariske system hørte til dagens orden og en tidligere generations finansministre og pengemyndigheder i øvrigt i deres forsøg på at genvinde balancen styrede verden direkte ud i en økonomisk krise, som for alvor gjorde ondt. Vendepunktet var Bretton Woods og den ved denne lejlighed foretagne individuelle og kollaterale forankring af de enkelte valutaer i en skønsmæssigt fastlagt dollar-

[1]) Ved begrebet »international likviditet« forstår vi de opsamlede (reserve)beholdninger af monetært guld, fremmed valuta og supplerende faciliteter så som IMF trækningsrettigheder. Hertil kommer der videre former for reciprokke (og andre) kreditarrangementer, som indgås af centralbankerne.

paritet [2]). Derefter er der sket en støt – omend langsom – udvikling, og det er sikkert ikke mindst den herigennem opnåede relative stabilitet, vi har at takke for den stigning, der er sket i de internationale betalingstransaktioner og for den gunstige, ja, nærmest eksplosionsagtige, udvikling, der er sket i verdenshandelen (gennemsnitlig årlig vækst siden 1948: op imod 10 pct. – i 1969 endda hele 15 pct.).

LIKVIDITETSMANGELEN

Det er en af det internationale bank- og pengesystems vigtigste opgaver at sørge for, at der, år for år, skabes tilstrækkeligt med ekstra kredit og reserver til, at den stigende produktive kapacitet kan udnyttes fuldt. Hvis renten er »unormalt« høj, og der hersker alvorlig underbeskæftigelse i verden, det være sig m. h. t. arbejdskraft eller andre produktionsfaktorer, kunne det være et tegn på, at det monetære system underforsyner verdensøkonomien med betalingsmidler. Eller anderledes sagt: det monetære maskineri er behæftet med mangler, når, som det har været tilfældet i de senere år, vigtige industrilande gang på gang tvinges ud i det dilemma at måtte vælge mellem alvorlig arbejdsløshed og tab af valutareserver.

I det nuværende system er især tilstedeværelsen af kreditfaciliteter i de vigtigste industrilandes valuta af den allerstørste vigtighed – og problemer i forbindelse med den internationale likviditet er i øjeblikket hovedsageligt et spørgsmål om de pågældende landes kapacitet og villighed til at stille kreditter til rådighed. Om de evner og er parate til at yde denne tjeneste, afhænger ikke alene af omfanget af de monetære reserver, men også af bevægeligheden i disse.

Hidtil har forsyningen af ny likviditet frem for alt været afhængig af vilkårlige forandringer i USAs betalingsbalancedeficits samt af forsyningen af nyt monetært guld. Englands betalingsbalancedeficits har – p. g. a. pundets svage stilling – ikke bidraget ægte til den internationale likviditet i de senere år. Det delvise tab af global anerkendelse har medført, at sterling nærmest er kommet til at fungere som en slags hjælpevaluta til dollaren, og det kan overhovedet forventes, at England vil benytte den førstkommende lejlighed (sandsynligvis når landet atter står tilstrækkeligt stærkt) til at opgive sin rolle som reservevalutaland.

På en sådan baggrund lader et stabilt monetært system sig imidlertid næppe opbygge. Det er en udbredt opfattelse i mange (især europæiske lande, at USA (og England) misbruger deres stilling som reservevaluta-

[2]) Den internationale Valutafond (IMF) oprettedes ved Bretton Woods overenskomsterne af 22. juli 1944. Den blev dog først fuldt operativ i 1958, da der indførtes fri konvertibilitet for de fleste af hovedvalutaerne.

lande. Sådanne lande opererer som regel med større underskud og over længere tidsrum end andre lande kan tillade sig det, hvilket dog hverken vil sige, at finansieringen af disse sker automatisk eller smertefrit. Set med kreditorlandenes øjne er denne tilstand nemlig for så vidt utilfredsstillende, som underskuddene tiltrækker flere »virkelige« ressourcer fra kreditorlandene, end de sender tilbage til dem.

For det første øves der derfor stadig større pres udefra på USA (og England) for at få dem til at mindske deres udenlandske gældsættelse og beskytte deres valutaer [3]). Dette kan ganske vist ikke siges at have haft nogen umiddelbar forbedring i hvert fald af den amerikanske betalingsbalance til følge (den kortfristede dollar-gældsættelse har tværtimod – sikker p. g. a. amerikanernes kostbare og aktivitetsfremmende udenrigspolitiske engagement – ligget et sted mellem 1–2 milliarder dollars årligt og har i mellemtiden ført til en samlet dollar-gældsættelse, der er mere end dobbelt så stor som de amerikanske guldreserver), og dollaren vil i de kommende år utvivlsomt fortsat indtage pladsen som verdens vigtigste reservevalutaland og udgøre en vigtig del af grundlaget for den internationale betalingsmekanisme. For at formindske dens sårbarhed vil amerikanerne imidlertid på længere sigt nødsages til at søge bedre ligevægt på den internationale konto, – hvilket – alt andet lige – vil medføre en forringelse af dollarbalancen og dermed den internationale likviditet.

For det andet har tilgangen af nyt monetært guld gennem de sidste 10 år været ret så beskeden i forhold til væksten i det internationale handelssamkvem. Guldkøb kan enten foretages privat eller officielt. Verdens ti vigtigste centralbanker (Basel gruppen) stod, iflg. reglerne, som var i kraft indtil marts 1968, parate til at aftage den del af det udbudte guld, som ikke havde fundet private købere på markedet. Mellem 1950–64 androg disse akkvisitioner i årligt gennemsnit mere end 500 millioner dollar. Situationen skiftede imidlertid i 1966, hvor den private efterspørgsel for første gang i monetær historie overtraf udbuddet af nyt guld (÷ 45 millioner dollar) og forværredes endda betydeligt i 1967, hvor de private køb ikke alene overtraf den nye produktion, men tilmed lettede de officielle monetære beholdninger for 200 millioner dollar.

Stigningen i den private efterspørgsel var under de givne omstændigheder naturlig nok: Guld er utvivlsomt behæftet med en positiv indkomstelasticitet, hvilket betyder, at både den industrielle efterspørgsel (ca. 1/3 af den samlede private efterspørgsel) f. eks. til fremstilling af smykker o.

[3]) Der udøves dog også et vist pres »indefra«. Det er uundgåeligt, at de to reservevalutaers udsatte stilling vil medføre en vis indblanding i den amerikanske og britiske økonomiske politik udefra, som, hævdes det, har indflydelse på indkomstdannelsen, beskæftigelsen og levestandarden i disse lande. Et forhold, der ikke netop ses med blide øjne på ude i befolkningen.

lign. [4]), og opsparingen i barrer og deslige (ca. 2/3 af efterspørgslen) vil forøges med de stigende indkomster og den stigende velstand. Det sidstnævnte har ikke mindst gyldighed i Østen, hvor det er skik og brug at anlægge i det mindste en del af ens opsparing i guld [5]). Hertil kommer, at guld, skønt det ikke bærer nogen rente, er et sikkert aktiv og en pålidelig værdiholder, som yder god beskyttelse imod en faldende pengeværdi samt de eventuelle følger af politiske omvæltninger, et vaklende monetært system etc. Samtidig tjener det som en spekulativ helgardering imod en evt. opskrivning af guldprisen.

Følgen af den ovenanførte udvikling har været, at verdens officielle guldbeholdninger i øjeblikket – til trods for at det internationale monetære system via dollaren stadig er baseret på dette metal – kun udgør omkring halvdelen af de monetære reserver – eller ca. 40.000 millioner dollars. For ikke mere end 10 år siden anddrog de nærmere 2/3 af disse. Denne kendsgerning er i sig selv bemærkelsesværdig nok, men i tilgift – bør det erindres – var guldprisen (indtil marts sidste år) officielt fikseret.

GULDKRISEN FØRER TIL ET FRIT MARKED FOR GULD

Erfaringsmæssigt kan kriser på det monetære område ofte føres tilbage til gnidningen, som findes mellem på den ene side de frie kræfters spil på markedet og på den anden side de gennem officielle kontrolforanstaltninger gennemførte begrænsninger. Da prisen på guld var fikseret, og der samtidig herskede overefterspørgsel efter dette metal, var det vel uundgåeligt, at den ovenfor beskrevne udvikling måtte forstyrre ligevægten i systemet og føre verden direkte ud i en alvorlig guldkrise.

Dollaren har ikke mindst været acceptabel som internationalt betalingsmiddel p. g. a. de amerikanske myndigheders forpligtelse til at indløse den imod guld til en fastlagt – siden 1934 uforandret – pris af 35 dollars pr. ounce.

Over for denne garanti har der nu i årevis stået de nævnte massive amerikanske betalingsbalanceunderskud. Den kendsgerning, at andre lande benytter dollaren som reserve for deres penge betyder, at de har været parate til at acceptere dollars i stedet for guld til udligning af US betalingsbalanceunderskud. Dette har på den anden side sat USA i stand til fortsat at opsamle underskud uden derved at miste de tilsvarende beløb i guld.

[4]) En anden faktor er substitutionselasticiteten. I en verden præget af stigende priser på produktionsfaktorerne vil guldet (til en fikseret pris) blive relativt billigt at benytte og vil til en vis grad afløse andre metaller.

[5]) Bemærk imidlertid her, at mange lande (f. eks. USA og England – i modsætning til f. eks. Frankrig, Tyskland og Schweiz) i overensstemmelse med Bretton Woods doktrinen forbyder deres borgere at opbygge private guldforråd – det være sig hjemme eller i udlandet.

Forholdet mellem guld og dollars har som følge heraf tenderet til at blive fjernere og fjernere. Dette forhold taget i betragtning, er det næppe overraskende, at der (i foråret 1968) for alvor opstod tvivl m. h. t. sikkerheden af at sidde inde med denne valuta. Som tiden gik, og behovet for internationale reserver voksede, blev dollarens stilling nemlig aritmetisk mere og mere udsat. Da underskuddene ikke, som de burde, havde en formindskelse af USAs egen pengeforsyning til følge, eller for den sags skyld førte til indskrænkninger, som kunne bringe betalingsbalancen i ligevægt, kunne, som centralbankerne og de internationale spekulanter så det, den påbegyndte udvikling kun føre i én retning, nemlig en udtemning af guldreserverne (hvilket ville betyde en tilintetgørelse af den eksisterende monetære struktur), eller alternativt: af en devaluering af dollaren (og måske endda en tilbagevenden til guldfoden, hvilket ville betyde, at guldprisen ville blive mere end fordoblet). Dette medførte bølger af usikkerhed, som – da spekulanterne og centralbankerne ikke var til sinds at indgå nogen risiko, eller, for den sags skyld, til sinds at lade nogen mulighed for en spekulativ gevinst uforsøgt – hver gang (på trods af amerikanske forsøg på gennem udøvelsen af et moralsk pres på potentielle købere at forhindre dette) forårsagede en indløsning af dollars imod US-guld.

Efterhånden som knapheden på guld blev mere udpræget, viste landene sig tilsvarende uvillige til at returnere det indløste guld til USA, og i tilgift startede Frankrig en kampagne, som tog sigte på en tilbagevenden til guldfoden og medførte en abnorm vækst i de franske guldbeholdninger.

Som nævnt tilspidsede situationen sig i foråret 1968, og spekulationen kulminerede i et veritabelt stormløb på guldet, som resulterede i, at guldtransaktioner, som foretages mellem centralbankerne (stadigvæk fikseret til 35 dollars pr. ounce), skiltes fra de uofficielle, private guldtransaktioner. De sidstnævnte finder nu sted på et frit guldmarked. Prisen her lå i begyndelsen, da der stadig herskede en kraftig spekulativ tendens, betydeligt over den officielle prisfastsættelse, men har i mellemtiden – som logikken i den private efterspørgsels/udbudsdynamik byder – svinget sig ind på det officielle niveau, og der er endda tegn på, at den alt andet lige (dvs. uden de internationale pengemyndigheders indgriben og en opblussen i spekulationen) kunne gå under de 35 dollars.

Indførelsen af det tvedelte – såkaldte »two-tier« – prissystem samt den roligere holdning, der præger de internationale valutabørser efter oprettelsen af amerikanske garantier på bestemte eksterne passiver, kursændringerne sidste år og igangsættelsen af SDR [6]) systemet i januar i år, har skabt en tilsyneladende effektiv hæmsko for guldspekulationen, hvilket også delvis afspejler sig i den relativt lave »frie« guldpris. Skønt der i visse cen-

[6]) Special Drawing Rights (specielle trækningsrettigheder).

tralbankkredse næres en vis skepsis over for holdbarheden af denne løsning på længere sigt, såfremt de amerikanske underskud fortsætter i det uendelige, har de fleste spekulanter åbenbart tabt troen på, at den officielle pris »nogensinde« vil blive forhøjet, og dette har været stærkt medvirkende til den lettelse, der er sket i presset på de officielle guldreserver (og dermed på hele det monetære system). Medens denne udvikling selvsagt har haft en vis forbedring i likviditeten til følge [7]), er der dog stadig lang vej igen, før reserverne er tilstrækkelige til at dække det internationale finansieringsbehov.

DE SPECIELLE TRÆKNINGSRETTIGHEDER (SDR)

Hidtil har verdensøkonomien hovedsageligt måttet klare sig med tre former for reserveaktiver: guld, valutareserver og reservepositionerne i IMF.

Som det blev vist i det foregående afsnit, har guldproduktionen ikke – i det eksisterende frihandelssystem med »fuld« konvertibilitet – magtet at skabe tilstrækkeligt med likviditet til at »finansiere« det tiltagende antal internationale transaktioner. Denne fundamentale mangel lader sig næppe opveje af en udvidelse af valutareserverne; for ikke alene vil disse – idet de medfører forpligtelser for reservevalutalandene – blive ret knapt administreret (mange vil sikkert være af en anden opfattelse på dette punkt), de vil også udvise en uheldig tendens til lejlighedsvise sammenskrumpninger som en følge af spekulations- og konsolideringskøb af guld. Mere herom senere.

Der har derfor været tale om videre udvidelser af de normale IMF-trækningsrettigheder, men af flere grunde anser man en udvidelse af disse aktiver enten for uønsket eller umulig i fremtiden [8]). Som følge heraf har

[7]) Likviditeten forringes i den udstrækning, som (internationalt ejede) dollars benyttes til at reducere de amerikanske guldbeholdninger. Årsagen er, at de amerikanske reserver hovedsageligt består af monetært guld. Når andre lande tapper deres dollarsreserver for at erhverve guld, forbliver de pågældende landes samlede reserver uforandret i værdi, omend deres sammensætning ændres. De amerikanske (og dermed verdens) reserver er imidlertid blevet formindsket.

[8]) Man er ikke indstillet på at ville forøge likviditeten for enhver pris. Kvalitet anses for lige så vigtigt som kvantitet. »Likviditet«, der (som det er tilfældet med de normale trækningsrettigheder) simpelthen er et tilbud om forstrækning i kortere eller længere tidsrum, er af inferiør kvalitet. Ved at acceptere udenlandske lån indgår et land forpligtelser, som ikke ville være indgået, havde det benyttet sine egne reserver (guld eller fremmed valuta), indtjent på et tidligere tidspunkt.

Når et land bruger løs af sine »egne« reserver, er det frit stillet m. h. t. at efterfylde dem. Men hvis det spenderer reserver af lånlignende karakter, så forventes det, at det bestræber sig på at køre med overskud fremover. Dette må imidlertid skade det internationale handelssamkvem, og det er klart, at likviditet i form af lånefaciliteter er de »ejede« reserver langt underlegen.

Det endelige mål for yderligere likviditetsskabelse må i overensstemmelse hermed være et system, i hvilket alle lande med respekt for sig selv kan komme i besiddelse

der været særlig interesse forbundet med og ikke ubetydelige forhåbninger knyttet til det sidste skud på det internationale monetære systems stamme – de specielle trækningsrettigheder (SDR's). Ved IMFs sidste årsmøde i Washington i udgangen af september sidste år blev den tidligere indgåede overenskomst over en udvidelse og aktivering af denne retortlikviditet – (planlagt forøgelse i de officielle reserver: 3500 millioner dollars i 1970, eller 9500 millioner før udgangen af 1972) – formelt ratificeret.

Til trods for visse defekter i den nye ordning – f. eks. er det blevet påstået (Triffin), at den kun vil være til gavn for verdens 25 rigeste lande – har stadfæstelsen og igangsætningen i januar i år betydet et stort skridt fremad. Det havde i hvert fald dårligt kunnet ske på et mere belejligt tidspunkt. Der er umiskendelige tegn på, at mangelfuldheden i det nuværende monetære system omsider kunne begynde at påvirke den økonomiske aktivitet i verden i negativ retning.

Der er blevet talt meget om de specielle trækningsrettigheders komplicerede, ja endog: surrealistiske natur. Ideen er imidlertid ganske enkel i princippet. Uden at gå i enkeltheder er det måske værd at anføre, at det drejer sig om en »facilitet« med multilaterale anvendelsesmuligheder, der i første linie tjener til at forøge den internationale likviditet og dermed verdenshandelen og den internationale specialisering. Derudover håber man – da der samtidig skaffes afhjælp for forbigående vanskeligheder på de internationale betalingsbalancer – at fjerne noget af grundlaget for de spekulative kapitalbevægelser.

Da denne nytilførsel af valutaaktiver er aldeles uafhængig af andre faktorer så som bidrag til IMF i form af guld og egen eller fremmed valuta, forsyningen af monetært guld, internationale reservevalutaer og direkte lån, er der utvivlsomt tale om en ægte udvidelse af de globale reserver. Et forhold, som understreges ved, at der – skønt det forventes, at de specielle trækningsrettigheder kun benyttes i en krisesituation – ikke er knyttet nogen betingelser til deres anvendelse (eller tidspunktet for deres anvendelse), og at der ikke hersker nogen fuld genoprettelsespligt[9]). Forsynet med en af IMF garanteret værdi i guldmængder for deltagerlandene indgår trækningsrettighederne (skønt de altså pr. definition er trækningsret-

af (for ikke at sige: »tjene«) et passende forråd af »ejede« reserver i »krisesikker« »valuta«.

[9]) Bemærk imidlertid, at der (ikke mindst af hensyn til visse EEC-lande) er blevet indbygget en klausul om, at intet land over en 5-årig periode må benytte mere end gennemsnitligt 70 pct. af sin tildeling af SDR. De resterende 30 pct. udgør altså et rekonstituerbart valutarisk kreditelement. At det er rekonstituerbart vil sige, at når lande, som iflg. reglerne er tvunget til at efterfylde deres beholdninger af SDR, køber sådanne på markedet, vil dette lade den samlede sum uforandret. Tilbagebetaling af et internationalt lån ville derimod have medført en »opløsning« af aktiver.

tigheder og *ikke* reserver) i de pågældende landes reserver på lige fod med de øvrige aktiver og kan på normal vis benyttes i kapitaltransfereringer mellem landene indbyrdes [10]).

Således fungerer Valutafonden ikke længere udelukkende som en kapitaloverførende institution (eller: girocentral), hvis hovedopgave det er at sørge for en ombytning af en given portion af medlemmernes opsamlede kontingentmasse (indbetalt i national valuta) imod enkelte underskudslandes nationale valuta. Den er nu også – i rollen som kreditskabende clearing-union, eller sagt på en anden måde: som fabrik for internationale monetære midler – beskæftiget med at skabe (kunstige) valutaaktiver i overensstemmelse med det til enhver tid til forhåndenværende behov (balancekriteriet) samt med at fordele disse på SDR-ordningens deltagere i forhold til deres andele i den ordinære fond (lighedskriteriet) [11]). Det sidstnævnte kriterium (som for øvrigt ikke helt opfyldes af den i øjeblikket anvendte fordelingsmetode), skulle bevirke, at fordelingen af SDR går i den »rigtige« retning, dvs. fra lande med svage reservepositioner til lande med stærke ditto.

LIKVIDITETSBEHOVET

Systemet indebærer, at den samlede sum af SDR, tilført de deltagende lande, i princippet vil vokse kontinuerligt. Men spørgsmålet om nøjagtigt hvor megen ny likviditet der vil være brug for i tiden fremover, har voldt pengepolitikere og -teoretikere meget hovedbrud og henstår stadig som stort set ubesvaret. De fleste erkender i dag, at det vil være nødvendigt at udvide den internationale likviditet, samt at dette i praksis bør ske gennem en udvidelse af de specielle trækningsrettigheder. Den kraftige ekspansion i verdenshandelen synes at retfærdiggøre dette krav, hvilket dog ikke må forstås således, at væksten i reserverne behøver at være proportional med væksten i verdenshandelen, som dette ofte foreslås. Verdenshandelen »finansieres« ikke direkte med de forhåndenværende reserver. Men det er rigtigt, at svage betalings- og reservepositioner ofte vil være den direkte årsag til (eller i det mindste tjene som undskyldning for) indførelsen af re-

[10]) Intet kreditorland er imidlertid forpligtet til at acceptere SDR til en værdi af mere end 3 gange dets egen, opsamlede tildeling.

[11]) At IMF, som den har fungeret hidtil, hovedsageligt har været en kredit-transfererende institution vil ikke sige, at den ingen positiv indflydelse har haft på den internationale reservedannelse. Det er kun en mindre del af de midler, som tilgår fonden, der har deres oprindelse i det enkelte lands aktive indkomstkredsløb. Størstedelen består af nyskabte passiver. Da således kun en mindre del af IMFs valutareserver kan anses som et resultat af personers eller nationers afholdenhed og villighed til at spare, har fondens virke utvivlsomt haft en udvidelse af de internationale reserver til følge. Den har ikke selv skabt disse reserver, men har indskrænket sig til at bringe dem i cirkulation.

striktive forholdsregler, rettet imod handelen. Forholdet mellem verdens samlede reserver og den internationale handel faldt fra 68 pct. i 1954 til 37 pct. i 1966, men tilbagegangen er en aritmetisk følge af, at der er sket en meget kraftigere stigning i handelen end i reserverne. Skønt det vanskeligt lader sig påvise, at reduktionen i det nævnte forhold har haft nogen direkte hæmmende virkning på udviklingen i verdenshandelen, er det plausibelt – da det udvidede handelssamkvem efterhånden vil have en bredere og bredere kløft mellem importen og eksporten til følge – at det vil blive nødvendigt med større reserver til udligning af underskuddene.

Nu er der ingen tvivl om, at internationale kapitalbevægelser og et glat funktionerende internationalt kreditsystem i mange tilfælde vil kunne medvirke til at slå bro over uoverensstemmelser mellem importen og eksporten. Det ville imidlertid være letsindigt at påstå, at den internationale korte (og måske også lange) kapital nødvendigvis er af »balancerende« karakter. Der er ingen grund til, at den ikke lige så godt skulle kunne være af modsat fortegn. Når dertil kommer, at kapitalbevægelserne øjensynligt er langt flygtigere end bevægelserne i handelsforløbet, synes det nærmest absurd, at omfanget af de eksisterende internationale reserver for det meste udelukkende bedømmes på grundlag af de sidstnævnte. Kapitalbevægelserne må ligeledes tages i betragtning, da der ligesom i handelens tilfælde medgår reserver til udligning af de relative forandringer.

Udvides likviditeten ikke tilstrækkeligt, vil resultatet som nævnt blive, at der må gennemføres stadigt strengere interne økonomisk/politiske forholdsregler. Disse kan finde sted på snart sagt ethvert område: det pengepolitiske, handelspolitiske, indkomstpolitiske, finanspolitiske, valutapolitiske osv., og turde i hvert enkelt tilfælde få negative indvirkninger på udenrigshandelen. Vi har allerede antydet, at det forhold begynder at gøre sig bemærkbart i verdensøkonomien i dag.

En udvidelse af verdens samlede reserver, f. eks. gennem videre tildelinger af SDR, vil for det enkelte medlemsland i systemet betyde, at det – alt efter omstændighederne – enten vil udsættes for en større tilgang af reserver end før, eller at der vil ske en mindskelse i dets tab af reserver. Der skulle således være mindre grund til at gribe til restriktive forholdsregler, som i den sidste ende vil indvirke på produktionen og beskæftigelsen. Så meget mindre som der sandsynligvis vil ske en udvidelse i antallet af lande, som vinder reserver, og en formindskelse i antallet af lande, som taber reserver. I overensstemmelse hermed kunne det synes som noget af en idealtilstand, om det var muligt, gennem en forøgelse af de »ejede« reserver, at nå til et punkt, hvor et lands overskud ikke længere behøvede at fremstå som et andet lands underskud, men alle lande kunne »køre« med overskud på betalingsbalancen samtidig. SDR-ordningen skulle gøre dette kunststykke i det mindste matematisk muligt.

Konklusionen er, at der må skabes mere likviditet, og at udvidelsen bør tage form af SDR [12]). Endvidere, at det m. h. t. likviditetens omfang vil være mere vigtigt at holde et vågent øje med de relative forandringer i de officielle monetære reserver end med disses absolutte størrelse. Til slut må det forstås, at behovet for internationale reserver ikke lader sig realistisk vurdere, uden at der tages hensyn til det enkelte lands (og de internationale spekulanters) reaktioner på tab eller vinding af reserver. Følgerne af de resulterende forholdsregler er af økonomisk natur, men reaktionerne som sådant rent politiske. Da de afhænger af de ledende mænds anskuelser og luner; af deres håb, frygt og temperament lader likviditetsbehovet sig ikke fastlægge med videnskabeligt proberede regler og formler.

ULEMPER OG BEGRÆNSNINGER

Netop den kendsgerning, at deficitlandene efter SDR-ordningens indførelse ikke længere i samme udstrækning som før vil være tvunget (eller vil kunne tvinges) til gennem kortfristede restriktive økonomisk/politiske forholdsregler at kontrollere deres betalingsbalanceunderskud, har i bestemte kredse fremkaldt frygt for, at SDR-ordningen, i stedet for at underbygge systemet vil undergrave det fuldstændigt. For eksempel ser man i disse kredse en (indbildt?) fare for, at udstedelsen af de nye trækningsrettigheder efterhånden, både m. h. t. tid og omfang, vil blive bestemt af politiske kræfter i stedet for i overensstemmelse med uhildede økonomiske kriteria. Hvilken garanti har man for, at der vil blive holdt hus med disse trækningsrettigheder? Underskudslandene er altid i overtal – kunne det ikke tænkes, at de ville søge at lægge deres kolde hånd på denne bekvemme internationale pengemaskine? Og skulle dette lykkes, ville da ikke de pågældende landes vilje til at foretage interne justeringsforholdsregler blive alvorligt svækket og tilliden til de nye reserver undermineret?

Uden at komme ind på denne (galliske?) økonomiske åndsretnings principielle indstilling til inflation, reservevalutaer og internationale reserver i øvrigt [13]), må dog anføres, at en nøgtern sammenligning mellem den an-

[12]) Det er imidlertid vigtigt, at SDR ikke kommer til at »veje tungere« end de øvrige former for reserver. I det hele taget vil spørgsmålet om reservernes sammensætning utvivlsomt blive større opmærksomhed til dels i fremtiden. Det bør for enhver pris undgås, at bestemte officielle reserver bliver »mere lige« end andre i regeringernes og centralbankernes øjne. En mulig løsning på dette problem ville være indførelsen af en »omdannelses« konto (»conversion account«) som foreslået af professor Triffin. Ifølge dette forslag vil samtlige internationale aktiver uanset deres form blive slået sammen under et på en konto i IMF og indskyderne krediteret ubenævnede regneenheder.

[13]) Det argumenteres f. eks., at den siden sidste verdenskrig herskende inflationstendens er en tilkendegivelse af, at pengeforsyningen i verden har været for rigelig – ikke for lille. Herved glemmes det imidlertid ofte, at der bør skelnes imellem den na-

slåede vækst i verdenshandelen og omfanget af de allerede aktiverede og for den nærmeste fremtid planlagte SDR's gør det klart, at de sidstnævntes omfang er relativt beskedent. Så i stedet for at frygte, at verdensøkonomien vil blive oversvømmet med nye aktiver, kunne der måske snarere være grund til at nære en vis skepsis over for den egentlige indflydelse, som disse vil komme til at udøve i det mindste i de førstkommende år. For det enkelte land vil en tildeling ofte ikke være større, end at det under ugunstige omstændigheder uden besvær kunne miste den igen i løbet af en eftermiddag [14]).

Den sidste tilkendegivelse gør det samtidig klart, at man ikke kan håbe på fuldstændigt at eliminere den iboende mangel på stabilitet i systemet alene gennem en udvidelse af likviditeten. Rigeligt med internationale reserver og kreditter vil ganske vist give deficitlandene mere tid til at finde en løsning på deres problemer, men er ikke i sig selv en universalløsning på det eksisterende dilemma. Dertil er de bevægelige (varme) penges potentielle omfang for stort. Kapitaloverførsler mellem landene udløses af forventninger om forandringer i de internationale pariteter, eller, hvis sådanne ikke menes at være lige på trapperne, af forandringer i den relative rente.

Omfanget af disse kapitalbevægelser vil forøges i takt med væksten i verdenshandelen og den voksende internationalisering generelt. Det kan nå enorme proportioner, hvis firmaerne begynder at sikre deres stilling gennem terminsforretninger på valutamarkedet, og måske oven i købet de private spekulanter slutter sig til de professionelles rækker. I overensstemmelse hermed er det blevet betvivlet, om selv en fordobling af de disponible reserver og kreditter inden for rammerne af det nuværende system vil være tilstrækkelig til at skabe den fornødne ligevægt på de internationale betalingsbalancer. Dette er en illusionsløs omend noget pessimistisk bedømmelse. Man har da lov til at håbe på, at de nye trækningsrettigheder (– og forøgelsen i reserverne vil fremover hovedsageligt bestå af disse), fordi de *de facto* er af så glimrende »kvalitet«, vil medføre en mindre grad af spekulative udsving end de hidtidigt benyttede (valuta) aktiver.

---

tionale og den internationale pengeforsyning, og at pengeforsyningen *ad usum internum* kan være for stor i flertallet af lande samtidig med, at pengeforsyningen *ad usum externum* er utilstrækkelig. Den generelle inflationstendens må ses i sammenhæng med den interne pengeforsyning.

[14]) Tildelingen på 9.500 millioner dollars over de første 3 år kan sammenlignes med guldreseverne, der, som det vigtigste element i de samlede reserver, i øjeblikket udgør omkring 40.000 millioner dollars af de samlede reserver (d. v. s. inkl. guldreserverne), som udgør ca. 76.000 millioner dollars. Dette er ikke noget imponerende tal, men det fremgår dog heraf, at SDR i al beskedenhed kunne have overhalet guldet i betydning som reserveaktiv i løbet af de næste 10–15 år.

INTERNATIONALT MONETÆRT SAMARBEJDE

Ud over IMF i rollen som byttecentral og leverandør af knappe valutaer til værdigt trængende regeringer og centralbanker – (samlede IMF-reserver i begyndelsen af dette år: omkring 6000 millioner dollars) – har også de internationale centralbanker gennem de sidste ca. 10 år udbygget et effektivt finansielt netværk. Dette har vundet stadig større betydning og omfatter i dag 14 lande + BIS (Den internationale Betalingsbank) og opererer med omkring 10.500 millioner dollars.

Formålet med dette beredskabssystem har først og fremmest – inden for rammerne af den givne monetære struktur – været at skabe en effektivere forebyggelse imod valutakursændringer, provokeret af uhæmmet valutaspekulation. Spekulationen opstår, når bestemte lande vedblivende opsamler overskud, og kun en del af disse finder tilbage til det internationale kredsløb (f. eks. gennem forøget import eller forskellige former for kapitaleksport). Midlet er derfor naturligt blevet søgt i en aktivering af de opsamlede reserver og går ofte under betegnelsen »swap« eller »recycling«, hvilket i princippet er nogenlunde det samme. Ligesom transaktionerne på valutamarkedet er disse arrangementer blevet startet på et eksperimentalt grundlag, men er i mellemtiden nærmest blevet en rutine.

Swap-arrangementerne indebærer, at centralbankerne yder hinanden (korte) kurssikrede kreditter. Swap-forretningen er en kombination af en kontant- og en terminshandel. Den eller de centralbanker, som er løbet tør for en bestemt valuta, køber et beløb i denne valuta mod kontant betaling i sin egen eller en fremmed valuta, som den har overskud af, og forpligter sig til at lade handelen gå tilbage senere til en kurs, som fastlægges ved handelens indgåelse.

Ordningen om »recycling«, der blev principielt besluttet i februar sidste år, indebærer, at et land – som under mistanke for at ville revaluere inden for en overskuelig fremtid er blevet udsat for en abnorm kapitaltilstrømning – på bevillingsbasis tilbagelåner den flygtige kapital til de lande, den kommer fra. For at tage et eksempel: England mister reserver, fordi de, der sidder inde med sterling, bytter disse for dollar i den hensigt at erhverve DM. Bundesbankens dollarbeholdninger forøges, men i stedet for at »sætte sig« på denne dollarreserve, tilbagetransfererer Bundesbanken den til England, med det resultat, at begge landes reserver automatisk føres tilbage til deres oprindelige niveau. Koordinationen af de med disse overførsler forbundne transaktioner sker i Den Internationale Betalingsbank.

Der er øjensynlig ingen stor forskel mellem operationer af denne art og de, som finder sted i overensstemmelse med den normale »swap«- (eller: bytte-)ordning. De eneste praktiske afvigelser er, at der nu åbnes de lande,

som er udsat for en (pludselig) dræning af deres reserver, mulighed for automatisk, direkte og stort set betingelsesløst at låne i de lande, som har været målet for den stedfundne kapitalflugt. Endvidere forfalder disse lån først, når den spekulative bølge vender sig, i modsætning til lån ydet i henhold til »swap«-ordningens bestemmelser (som fastlægger tilbagetransferering inden for en vis tidsfrist, f. eks. tre måneder og normalt inden for et halvt år).

Skønt der er en række tekniske og praktiske vanskeligheder og en vis usikkerhed forbundet med specielt »recycling« (– hvorledes identificerer man f. eks. »spekulative« kapitaloverførsler«) er det givet, at foranstaltningerne som sådan er tjenlige til at dæmme nogenlunde op for den lavine af spekulative kapitaloverførsler, som en tillidskrise på det monetære område ofte sætter i gang.

I overensstemmelse hermed har centralbankerne i stadigt større omfang accepteret nødvendigheden af denne virksomhed og har efterhånden vundet betydelig erfaring i at klare en krisesituation. Således går der en lige linie fra de oprindelige generelle kreditaftaler mellem »de Ti« til det nuværende finmaskede net af internationale bilaterale og multilaterale kreditfaciliteter. Men samarbejdet har været handicappet ved at måtte virke inden for de rammer, som sættes af de til enhver tid eksisterende valuta- og konkurrenceforhold, og det er klart, at det hverken kan – eller bør – tage sigte på mere end en udglatning af de kortfristede forstyrrelser i systemet. Det ville være urealistisk at sætte afskaffelsen af mere eller mindre permanente deficits eller en vedvarende mangel på tillid til et lands valuta som mål for samvirket. Ansvaret for forsyningen af mellem- til langfristet overgangskapital, før de hhv. gennemførte økonomisk/politiske forholdsregler begynder at have virkning, hviler på IMFs skuldre. Det internationale samarbejde mellem centralbankerne skaber den nødvendige udligning i bogføringen, men kun regeringsingreb (i samråd med IMF) på det økonomisk/politiske område kan eliminere årsagen til de kortfristede kapitalbevægelser. Kort sagt: Myndighederne behøver en tidsfrist, der sætter dem i stand til at bedømme natur og udstrækning af de underliggende problemer og til at træffe relevante og korrektive forholdsregler. Den hjælp, som de internationale centralbanker kan tilbyde, er kun værdifuld – og har kun mening – fordi de understøttede, i bekneb gerådne deltagerlande herigennem spares for pludselig at tage drastiske og måske endda irrelevante skridt i deres økonomiske politik så som indførelsen af valuta- og andre restriktioner.

F. eks. vil denne aktivering og omfordeling af de opsamlede overskud også udgøre en modvægt imod rentestigninger i underskudslandene, idet den af tabet af reserver medførte formindskelse i pengeforsyningens vækst

i disse lande [15]) i nogen grad vil udlignes af »kapitaltilbageførslen« fra de(t) aktuelle overskudsland(e).

I overensstemmelse med disse betragtninger kan det argumenteres, at diskontoforhøjelsen, forbudet mod fremskyndelse af betaling af gæld til udlandet, lukningen af DM-salget etc., som fulgte i kølvandet på den akutte valutakrise herhjemme i maj 1969 i vid udstrækning kunne have været undgået. Regeringen ville have været i en meget stærkere position, hvis den – i stedet for besværligt at forhandle sig frem til forskellige trækningsmuligheder i de internationale organisationer samt lån i USA og Vesttyskland – kunne have regnet med en øjeblikkelig, automatisk tilbageførsel af de flygtige reserver.

Man bør dog – som allerede nævnet – være forsigtig med at søge at lægge mere i disse dispositioner, end der retteligt tilkommer dem – nemlig funktionen som bølgebryder og neutraliserende faktor i spekulationsfluktuationerne i enkelte valutaer. Der er ikke tale om mere end en overfladisk symptomkur, når – og hvis – deficitlande gennem kuren sættes i stand til at se stort på gennemførelsen af forholdsregler, tjenlige til at afskaffe uligevægten.

Dette har desværre ofte været tilfældet i forbindelse med de korte (og for den sags skyld også de lange) internationale lån. De understøttede regeringer har ikke altid lagt lige meget initiativ for dagen, når det gjaldt om at korrigere den situation, som nødvendiggjorde samarbejdet og bistanden. Dette har i nogen grad formindsket virkningsfuldheden af det internationale samarbejde og ført til den i de senere år med rette beklagede »stivhed« i systemet. Noget, som man har centralbankernes kreditarrangementer at takke for – det kan ikke nægtes, at stivheden, når det kommer til stykket – ikke mindst er blevet muliggjort netop gennem denne symptomkurspolitik. Hvad man har brug for i fremtiden, er forholdsregler, som bidrager mere direkte til løsningen på de grundlæggende problemer m. h. t. den internationale ligevægt. Disse har tydeligvis deres rod i strukturelle økonomiske, kommercielle og sociale faktorer og er den dybere liggende årsag til visse landes fortsatte betalingsbalanceoverskud og andre landes underskud.

DEN INTERNATIONALE JUSTERINGSMEKANISME

Ud over omfanget af de internationale reserver og den internationale kreditgivning spiller som sagt også den internationale betalingsmekanisme

[15]) Væksten i pengeforsyningen i bestemte (af deres udenrigshandel særligt afhængige) lande tenderer til at mindskes (eller til at stige mindre, end det ellers ville have

en vigtig rolle. IFM systemet er i virkeligheden kun et slags prætentiøst surrogat for en fælles verdensvaluta og forudsætter en god del selvdisciplin blandt de deltagende lande. Ethvert land, som har lænket sin valuta sammen med dollaren, må holde trit med USA og de øvrige medlemslande i sin økonomiske udvikling, hvis det vil undgå at forstyrre den verdensomspændende valutaharmoni.

Desværre har det været så som så med denne selvdisciplin, og det er blevet tilstrækkeligt klart, at man ikke vil komme uden om at organisere en justeringsproces, som sætter persistente deficitlande i stand til samt tvinger persistente overskudslande til at bringe deres økonomi i ligevægt.

Indtil dette sker, vil der fortsat herske usikkerhed med hensyn til systemets fremtid, og i denne hensigt er der da også i de senere år fremkommet en række mere eller mindre spidsfindige reformforslag. Meningerne om, hvilken vej man bør vælge, er delte. Især er spørgsmålet, om at man under en eller anden form bør søge at bibeholde det nuværende system med fikserede valutakurser eller i stedet skulle bevæge sig i retning af fuldstændig frit varierende, eller i det mindste mere fleksible (mindre »stive«!) valutakurser, blevet vist megen opmærksomhed. Skal man altså – mere teknisk – søge at opnå ligevægt mellem udbud og efterspørgsel i en given valuta ved at tilpasse mængde til pris eller ved at tilpasse pris til mængde?

Som de afvigende konklusioner i hundredevis af artikler og analyser i de økonomiske tidsskrifter klart demonstrerer, findes der ikke noget endrægtigt teoretisk svar på dette spørgsmål. Men det er sikkert en korrekt iagttagelse, at stemningen i de fleste lande samt i de internationale monetære institutioner overvejende er til gunst for et modificeret, mere fleksibelt system, og at det bliver tiltagende vanskeligt at finde fortalere for fuldstændig frit varierende (flydende) valutakurser.

Man tøver altså – i det mindste i officielle kredse – med at opgive de fordele, som de mellem landene indbyrdes fikserede vekselkurser (eller: den stabiliserede norm) antages at føre med sig – så som en relativt ukompliceret opretholdelse af et liberalt handelssamkvem – men er på den anden side ikke i tvivl om, at det i øjeblikket praktiserede system med »permanent« fikserede valutakurser, selv hvis det skulle lykkes at skabe tilstrækkeligt med komplementær likviditet, stadig vil lade en del tilbage at ønske.

Uligevægten mellem overskuds- og underskudslandene anses somme tider for at være et forbigående problem, som man skulle kunne komme til livs simpelt hen ved at føre en initieret og sømmelig international økonomisk politik. Dette er et forfængeligt håb. Selv om det lykkedes at tilveje-

---

været tilfældet), når der er underskud på betalingsbalancen. Et inflatorisk pres bevirker, at der gives flere penge ud i udlandet, hvilket medfører en forringelse i pengeindkomsternes og prisernes vækst. Dermed mindskes også den nært tilknyttede stigning i pengeforsyningen.

bringe en sådan idealtilstand, ville det næppe betyde, at man havde opnået en fuldstændig, permanent likvidering af videre, unødige krisesituationer. Det er ikke nemt at indse, hvorfor de økonomiske parametre så som priserne, indkomstniveauet og produktiviteten alle skulle bevæge sig i den samme retning, med det samme tempo og på det samme tidspunkt i de forskellige lande. Det kan tværtimod argumenteres, at alle økonomisk/politiske forandringer – fra opdagelsen af nye forekomster af naturressourcer til politiske rystelser og omvæltninger – i praksis vil udvise tilbøjelighed til at bringe systemet i uligevægt og så med de gældende valutakurser ud af trit med den generelle udvikling.

Dette faktum gør livet svært nok for verdens pengemyndigheder, som situationen er i øjeblikket, men i mangel på monetær reform kan problemet ikke undgå at blive mere alvorligt, som tiden går. Når verdenshandelen forøges, forøges nemlig det enkelte lands bruttosocialprodukt og levestandard. Ligeledes stiger omfanget af de midler, som firmaer, enkeltpersoner og regeringer sidder inde med, hvilket på den anden side vil have en kraftigere over- eller undervurdering af den enkelte valuta til følge. Balancen kan i praksis heller ikke genoprettes alene ved hjælp af interne forholdsregler. Skønt sådanne forholdsregler naturligvis altid vil udgøre et væsentligt bidrag til den samlede løsning. Det er indlysende, at deficitlandene bør holde igen på efterspørgslen, hvilket f. eks. kan ske gennem fiskal- og pengepolitiske indgreb, og de bør foretage manipulationer i forbindelse med importen og kapitaleksporten. Overskudslandene på den ande side bør forøge den hjemlige købekraft samt opmuntre til øget investeringsvirksomhed i udlandet.

I sig selv vil de interne deflatoriske forholdsregler kun være tilstrækkeligt gennemgribende, hvis de fører til en skånselsløs nedskæring i indkomsterne over en bred front. En sådan politik med dens resulterende arbejdsløshed vil (såfremt denne overstiger f. eks. 3 pct. – for at nævne et tal) være uacceptabel i de fleste lande i dag. Og selv om den faktisk lod sig gennemføre, ville det være ret så tåbeligt at forsøge sig i den retning. Det ville betyde, at man, for at reparere en fejl i pengemekanismen, er parat til at give afkald på en fuld udnyttelse af den virkelige produktive kapacitet.

På den anden side skulle man mene, at overskudslandene ville have forholdsvis let ved at udvide købekraften. Erfaringerne har imidlertid lært, at man i disse lande tenderer til at anse de voksende guldreserver for at være »noget man har« – både fra et prestige og et økonomisk synspunkt. Resultatet har været, at de har handlet for lidt – og for sent.

IMF's fædre var naturligvis klar over, at der bestod en fare her, men troede, at de havde sørget for afhjælp. Bretton Woods aftalerne inderholder en artikel (artikel 7 – den »knappe valuta« klausul), der formelt giver andre lande mulighed for at diskriminere imod et overskudsland, når og

hvis det skønnes nødvendigt. Denne indretning, som, i det mindste teoretisk, skulle have løst problemet i forbindelse med den for lavt ansatte tyske mark gennem de sidste 10 år eller deromkring, er aldrig blevet benyttet i praksis. Man har, når det kommer til stykket, vist sig uvillige til at pege på fingeren ad samt diskriminere imod enkelte »syndere« og har i stedet slået sig til tåls med forskellige andre arrangementer såsom IMFs »General Arrangements to Borrow« (benyttet første gang i november 1964), hvorefter »de Ti« har erklæret sig principielt enige i at låne valutafonden bestemte beløb af deres (»knappe«) valuta, når Fonden måtte ønske det.

Derimod er GATTs artikel 12 blevet benyttet. Ifølge denne kan ethvert deficitland, som løber fare for at miste større reserveposter, indføre importkvoter forudsat, at disse kun er af forbigående karakter og ikke virker diskriminerende. Det kan diskuteres, om denne klausul er blevet benyttet for lidt eller for meget, men det er givet, at forholdsregler af denne art vil være virkningsløse – og skadelige – hvor der er tale om vedvarende (i modsætning til forbigående) uligevægt.

Den foreløbige konklusion er, at skabelsen af yderligere likviditet samt en faktisk gennemførelse af forskellige interne økonomisk/politiske justeringsforanstaltninger, hvad enten disse er i overensstemmelse med (dvs. holder sig inden for rammerne af) de internationale multilaterale aftaler eller ej, ikke alene vil være utilstrækkelige til at bringe det internationale monetære system i ligevægt, men også, hvad det sidstnævnte punkt angår, i mange tilfælde vil have direkte uheldige konsekvenser for det økonomiske samkvem mellem nationerne. Det er på dette sted, at diskussionen om valutapariteterne kommer ind i billedet.

VEKSELKURSPARITETEN

Forandringer i kurspariteterne er – især i årene efter krigen – blevet utilstrækkeligt (eller snarere: for sjældent) benyttet som middel til at fremme tilpasningen af de internationale betalingsbalancer til hinanden. Om årsagen til denne misere er at finde i en mangelfuldhed i systemet som sådan eller snarere i IMFs eller de involverede regeringers slette administration af de givne muligheder, lader sig ikke let fastslå. Det er et spørgsmål om årsag og virkning – og svaret ligger sandsynligvis et sted midt imellem. I overensstemmelse hermed er der grund til at glæde sig over, at der nu endelig – skønt uendeligt langsomt – begynder at komme skred i tingene. IMF og de internationale officielle pengemyndigheder i øvrigt har omsider fægtet sig frem til en principbeslutning (Washington, september 1969) om at søge det allerede eksisterende system bedre udnyttet og om at undersøge mulighederne for at gennemføre dette ved hjælp af mere fleksible vekselkurser.

Selv om der herved næppe er tale om mere end en vagt positiv indstilling til en eksperimenteren med langsomt skiftende kurser, viser det, at man i officielle monetære kredse til sidst – i søgningen efter en løsning på problemerne – har indset fornuften i at lægge mere vægt på årsagsterapien end, som hidtil, symptomkuren. Samtidig er det en beslutning om at indrømme den enkelte stat et større mål af økonomisk/politisk selvstyre, hvilket dog ikke må udlægges på den måde, at man bevidst søger at nedbryde eller svække leddet mellem den indenlandske og den internationale politik. Årsagen til, at forslaget om større fleksibilitet nu synes at finde gehør, er utvivlsomt at finde i den voksende forståelse af de fordele, der i det lange løb er forbundet med tilhørsforholdet til et internationalt penge- og handelssystem, og beslutningen om at bevæge sig i denne retning skal ses på baggrund af den bydende nødvendighed af at skabe en større grad af stabilitet.

Til faste kurser med minimale udsvingsmuligheder (der altså sætter en vis tidsbefristet grænse for, hvor langt centralbankerne kan lade værdien af deres valuta stige eller falde) hører der en økonomisk politik, tilpasset betalingsbalancens krav. Der vil næppe herske nogen problemer, hvis alle lande følger den samme målsætning i deres økonomiske politik. Men enhver afvigelse bringer fare for systemet med sig. Derfor har virkeligheden, som det blev antydet, været mindre idyllisk. Divergerende forestillinger om de økonomiske mål har medført alvorlig international uligevægt og voldsomme valutakriser, uden at regeringerne har vist sig parate til gennem tilstrækkeligt drastiske interne forholdsregler og paritetsændringer (således som Bretton Woods – eller: paritetssystemet – foreskriver) at drage konsekvenserne heraf.

Nogle lande, såsom Tyskland, har lagt mere vægt på prisstabilitet end visse andre lande, som for enhver pris har bestræbt sig på at opretholde den fulde beskæftigelse [16]). Dertil kommer, at eksportindustriens offensive magt er uensartet i de forskellige lande. Det samme gælder for omkostnings- og prisudviklingen, og følgen er blevet en uensartet udvikling i den indre pengeværdi. I Frankrig og Japan f. eks. forringedes købekraften mellem 1964–69 dobbelt så hastigt som i Tyskland (23 pct. sammenlignet med 12 pct.), uden at det havde nogen forandringer i pariteten til følge. Først i det sidste halvår af 1969 devalueredes hhv. revalueredes francen og DM'en, men forholdet dollar/lire, lire/svenske kroner og svenske kroner/schweizer franc, bare for at nævne nogle eksempler, forbliver uforandret, skønt disse valutaers købekraft ligeledes er svundet med forskellig hastighed.

Det var klart fra IMFs begyndelse, at et og andet medlemsland nu og da

[16]) Hvilket naturligvis ikke skal forstås på den måde, at Tyskland har haft større arbejdsløshed end alle andre avancerede industrinationer. Det omvendte har snarere været tilfældet.

ville se sig nødsaget til at ændre sin valutakurs i overensstemmelse med relative forandringer i dets økonomiske position. Hvad man imidlertid ikke forudså var, at medlemslandene skulle blive i den grad beskæftiget med og påvirket af offentlighedens skiftende meninger om styrken af deres valuta. Individuelle valutakurser er blevet gjort til en slags prestigesymbol i den brede politik, som regeringen er bange for at tage glansen af, og deviser som f. eks. »red pundet« eller »red francen« er i dag almindelige slagord i den økonomisk/politiske debat.

De henholdsvis betrufne lande – vi har sidst set eksempel herpå i Englands, Frankrigs og Vesttysklands tilfælde – venter med at tage behørigt skridt til en paritetsforandring indtil en række successive kriser tvinger dem hertil. Underskudslandene fordi de løber tør for reserver, og overskudslandene fordi der ud over det politiske pres udefra, trods alt kommer et punkt, hvor befolkningen – skønt der tilsyneladende hersker en almindelig tendens til at forveksle begreberne stabilitet og rigiditet – begynder at få øjnene op for det reelle tab, de lider, ved at regeringen undlader at revaluere. Det være sig tabet i forbindelse med de for høje importpriser som tabet i forbindelse med goderne, der afledes fra hjemmemarkedet til eksportmarkedet.

En af de typiske ulemper ved det usmidige monetære system er netop, at det især skader de lande, som har prisstabilitet som ypperste mål for deres økonomiske politik. Selv den konsekventeste stabiliseringspolitik er i det lange løb dømt til at mislykkes, hvis handelspartnerne ikke er parate til at udvide en lignende prisdisciplin. Derfor vil en kurstilpasning ofte vise sig uomgåelig i den sidste ende. Men når beslutningen om at foretage en paritetsændring drages i langdrag, vil den uundgåelige følge være, at den bliver skarpere (måske 10–15 pct.) og ubehageligere at have med at gøre, end det strengt taget havde været nødvendigt.

Ikke mindst den voksende stramhed i systemet gør det tvingende nødvendigt at undgå uro på valutamarkedet og opretholde tiltroen til valutaens styrke. Men det er netop den kendsgerning, at regeringerne har tøvet med at ændre valutakurserne, som har opmuntret til forventningerne om en eventuel forandring for ikke at sige et sammenbrud i systemet og derfor til måske unødigt kraftige bevægelser i valutakurserne. Det må erindres, at kurserne behøver meget finere justering i en verden med mangel på internationale monetære reserver, end hvis disse er for hånden i rigelig mængde.

Hvordan ser det nu ud med de praktiske muligheder for at gøre det nuværende monetære system mere fleksibelt uden derved at ændre ved dets grundlæggende karakteristika? Dette afhænger hovedsagelig af, hvilken grad af samarbejde man kan vente fra de enkelte regeringer. Det er bydende nødvendigt, at der føres en økonomisk politik hjemme, som fremmer

den ydre balances opretholdelse. Som vi så, synes dette mål ofte at træde i baggrunden for hensynet til valgstrategi og stærke gruppeinteresser, og den seneste udvikling på verdens valutamarkeder har atter med tilstrækkelig tydelighed bragt de politiske ulemper, forbundet f. eks. med gennemførelsen af en indre revaluering for dagen. Det er tydeligt, at de vestlige demokratier og disses regeringer stadig tenderer til at betragte valutapariteten som en genstand for national stolthed i stedet for ganske enkelt som et spørgsmål om relativ prisansættelse. Dette problem vanskeliggøres ved, at det – også fra et internationalt økonomisk synspunkt – er fuldt ud legitimt, at det enkelte land koncentrerer sine bestræbelser på f. eks. at stabilisere valutakursen og prisniveauet, skønt dette måske kun lader sig gøre på bekostning af et fluktuerende renteniveau eller endog (inden for visse grænser) fluktuationer i den økonomiske aktivitet.

Så længe man ikke har fundet frem til en måde at fjerne bl. a. noget af den overdrevne politiske og sociale vægt, som tillægges forandringer i de vigtigste valutaers ydre værdi, vil det altså vise sig vanskeligt at overbevise de forskellige lande om dyden ved at foretage mindre, men hyppigere valutakursændringer. For at opnå en bedre udnyttelse af systemet i dets øjeblikkelige form vil det være nødvendigt, at indstillingen til paritetsspørgsmålet forandres, således at f. eks. 5 pct. re- eller devalueringer, måske hvert 3. eller 4. år, hvis omstændighederne ellers godtgør, at der findes en faktisk uligevægt i denne størrelsesorden, lader sig gennemføre uden videre ophævelse.

En sådan metode er imidlertid ikke blevet fundet, og det synes ørkesløst at vente på, at de individuelle regeringer skal begynde at opføre sig mere ansvarsbevidst i denne henseende.

De senere års reformforslag har – ud over alternativer til den af IMF foretrukne ordning med faste pariteter – omfattet en hel række tentative ideer om, hvorledes det nuværende system lader sig smidiggøre. F. eks. har man diskuteret muligheden for at lade pariteterne foretage noget større udsving (måske op til 3 pct. til hver side fra den officielle dollarparitet i stedet for som i øjeblikket ca. 1 pct.), for at gøre import- og eksportafgifterne variable og for midlertidigt at indføre frit flydende vekselkurser forud for fastsættelsen af en ny – eller tilbagevenden til den gamle – paritet (transitional floating), således som Tyskland på eget initiativ viste vejen forud for DM-revalueringen sidste år[17]). Endelig er forslaget om »crawling peg« blevet stor opmærksomhed til dels.

[17]) Der hersker dog principiel uenighed hér, idet nogle mener, at denne option bør udvides således, at lande, som befinder sig i fundamental uligevægt, undtagelsesvis skal kunne lade deres vekselkurser flyde frit for en ikke nærmere specificeret periode (exceptional floating). Et ledsagende argument er følgerigtigt, at de allerede forhåndenværende IMF-regler bør gøres mere fleksible således, at justeringen af et lands

CRAWLING PEG

Krybende (eller: asymmetrisk) paritet er ikke alene den interessanteste af de ovennævnte metoder, den er sikkert ligeledes den mest realistiske. Det skulle være muligt herigennem at skabe en justeringsmekanisme, som forener relativ stabilitet i det korte løb med fleksibilitet i det lange løb, og som både er i samklang med målet om en bedre udnyttelse af systemet og ønsket om at bevare paritetssystemets grundlæggende karakteristika.

Ideen er relativt enkel i princippet. Hvis det f. eks. viser sig, at et bestemt land – måske fordi priserne der er mere stabile end i nabolandene – avler vedvarende overskud på betalingsbalancen, så vil det måned for måned eller kvartal for kvartal (efter skøn snarere end automatisk) opskrive sin paritetskurs over for dollaren i et passende mål. Et land, som til stadighed driver en inflatorisk økonomisk politik, begiver sig i den modsatte retning, dvs. på devalueringskurs.

Der er ganske vist overvejelser i gang gående ud på, at pariteten kun skal kunne krybe »opad« dvs. fungere med revaluerende virkning i et overskudsland. Modstanden imod en »nedadkrybende« paritet skal ses på baggrund af de eventuelle vanskeligheder, som man frygter, dollaren vil udsættes for, hvis for mange andre landes valutaer nedskrives over for den. En anden ting, som utvivlsomt ligeledes har spillet en rolle her, har været bestemte landes frygt for at tabe ansigt ved indførelsen af mere fleksible pariteter. Begge disse synspunkter munder ud i den praktiske erkendelse, at indførelsen af et mere fleksibelt system ingen mulighed har for at gennemføres i praksis,så længe verdens valutakurser er i fundamental uligevægt. Dette synspunkt var utvivlsomt relevant for bare et års tid siden, men i dag, efter de engelske, franske og tyske kurstilpasninger, er problemet – skønt der, som allerede nævnt, stadig består visse misforhold i de internationale valutapariteter – langt mindre vægtigt, hvis overhovedet praktisk relevant.

For at gøre hele problemstillingen vanskeligere, er stemningen i udviklingslandene nøjagtigt modsat. Mange af disse lande, som i forvejen er meget lidt entusiastiske m. h. t. forslagene om bredere margen og flydende kurser, ville foretrække at se Valutafonden indføre et nedadkrybende system, således som det i øjeblikket på sin vis praktiseres af forskellige sydamerikanske stater.

Sikkert det vigtigste konkrete forslag til indførelsen af »crawling peg« er John H. Williamsons forslag [18]), som går ud på, at de lande, som bekender sig til IMF-aftalernes artikel otte (afd. 2 & 4 – fri valutakonver-

paritet foretages allerede, når en fundamental uligevægt opstår, og ikke først når den er en notorisk kendsgerning.

[18]) »Essays in International Finance«, No. 50, Department of Economics, Princeton University, december 1965.

tering) skal forpligte sig til at foretage de forandringer i deres paritet, som er nødvendige for at korrigere en »fundamental uligevægt«. Forandringen skal gennemføres gradvist og må ikke overstige 1/26 af 1 pct. om ugen. Den, eller de, pågældende regeringer skal gøre bekendt, at de omgås med planer om at bevæge valutakursen op- eller nedad over en vis periode og samtidig garantere, at denne forandring ikke kommer til at overstige f. eks. 2 pct. på en årlig basis.

Fidusen ved dette system er naturligvis, at de procentuelle forandringer er så knapt tilmålt, at spekulanterne i nogen grad fratages lysten til at indlade sig på større engagementer. Den betrufne valutas værdi dagen efter kursforandringens bekendtgørelse vil næppe afvige væsentligt (hvis overhovedet) fra dens værdi dagen før.

Selv om – eller måske netop fordi – dette næppe kan tænkes i sig selv at ville borteliminere spekulationen fuldstændig (det kan sikkert med nogen ret hævdes, at den krybende paritet netop vil forhindre en fuldstændig udryddelse af spekulationerne, fordi spekulanterne praktisk ingen mulighed har for at trække det korteste strå), håber man, at den vil dæmpes meget stærkt af renteforskellen mellem overskuds- og underskudslandene. De lande, som befinder sig i en devalueringsproces, vil nødsages til at holde en tilstrækkelig stor rentemargen (2 pct.?) over de lande, der fremstår som potentielle opsamlingspladser for flygtige midler. Dette skulle forhindre, at de krybende forandringer i valutakurserne udløser en kapitalflugt, og det er den uomgængelige, logiske konsekvens af forslaget om »crawling peg«.

Udsigten til at et forslag langs disse linier efterhånden lader sig gennemføre synes – trods den øjeblikkelige modstand og trægheden i forhandlingsrutinen – slet ikke så ringe endda. Hvis det engang skulle komme så vidt, vil det imidlertid blive nødvendigt at tildele IMF større magt til at nedlægge veto imod valutakursforandringer, end den besidder i øjeblikket. Uden denne magtbeføjelse vil Fonden vanskeligt kunne forhindre, at bestemte lande atter sætter en række ukontrollerede, konkurrerende devalueringer i gang [19]). I øjeblikket er det praktisk umuligt at debattere en eventuel paritetsforandring, da dette ville sætte de »varme penge« i bevægelse med det samme.

En genopretning af tilliden i systemet vil uundgåeligt medføre solide gevinster i det korte løb. Den afgørende betydning synes dog at ligge i den indflydelse, dette vil kunne få på udsigterne til systemets overleven på længere sigt. Hvis paritetsforandringer i den hidtidigt praktiserede størrelsesorden, som det synes empirisk påvist, har en tendens til at medføre en kumulativ nedgang i tilliden til den fremtidige bestandighed i valutakurserne i

[19]) Kapitalomflytningernes forsvinden vil dog i sig selv sætte IMF i stand til at udnytte sin veto-ret mere effektivt og muliggør en tilbagevenden til Bretton Woods oprindelige ånd.

almindelighed, så vil den momentane justerbare paritet næppe være levedygtig i det lange løb. »Springende« pariteter vil medføre en stadig stigende grad af destabiliserende spekulation; men er pariteterne på den anden side helt ubevægelige, har de ophørt med at gøre fyldest som justeringsfaktor.

Der kan næppe herske tvivl om, at »crawling peg« kan medvirke til at afskaffe det ovennævnte dilemma, hvilket dog ikke må forstås således, at dette system slet ingen skyggesider har. Frem for alt medfører det, at regeringerne må være i stand til forud (i god tid og med nogen præcision) at beregne, hvor forstyrrelser kan forventes at dukke op, og i hvilken retning de vil bevæge sig. Også vil afgørelsen, om man skal foretage en paritetsændring, stadigvæk træffes af det enkelte lands regering – ikke af de »frie« markedskræfter, og måske er det ikke, når det kommer til stykket, væsentligt mindre smertefuldt at træffe mange »små« beslutninger om en valutakursændring end én stor og traumatisk beslutning. Spørgsmålet om, hvor megen vægt man behøver at give disse betragtninger, når man søger at bedømme systemets funktionsmuligheder i praksis, er åbent for diskussion. Man bør dog sikkert være forsigtig med at tillægge dem mere betydning, end der retteligt tilkommer dem.

RESUMÉ OG KONKLUSION

På trods af at der sandsynligvis ville blive tale om en diskretiv – snarere end en automatisk crawling-peg variant, og de mange psykologiske faktorer, som vi allerede har drøftet, stadig ville spille en hindrende rolle i kurstilpasningen, har man lov til at håbe, at indførelsen af et crawling peg system – evt. kombineret med et større interventionsspillerum i pariteterne – ved at lukke noget af dampen ud af det økonomisk/politiske prestigekogeris kedler, ville kunne hjælpe med til at skabe bedre balance på de internationale betalingsbalancer.

Helt vil fluktuationer dog næppe kunne undgås. De vil have deres oprindelse i den (forhåbentlig) tiltagende frihed m. h. t. de internationale kapitalbevægelser samt i tilpasningsprocessen og vil medføre uoverensstemmelse mellem udbud og efterspørgsel i en bestemt valuta.

Denne uoverensstemmelse vil have en forøgelse af hastigheden i de internationale (private) kapitalbevægelser[20]) og/eller behørige transaktioner

[20]) Valutakurserne vil som oftest blive svagere i en ugunstig periode, hvilket skulle medføre en stigning i efterspørgslen efter den pågældende valuta – enten fordi køberne forudser et senere behov, eller fordi bankerne (og andre, som har aktiver fordelt på flere områder) vil søge at foretage en dynamisk tilpasning af deres likvide balancer. Ligeledes vil der ske en temporær reduktion i udbudet, og prisen stiger.

i forbindelse med det pågældende lands valutareserver til følge. I den udstrækning, som denne proces ved en given rentepolitik viser sig utilstrækkelig (– det er muligt, at kapitalbevægelserne bevæger sig i den forkerte retning og forværrer situationen!), vil det blive nødvendigt at operere med officielle kortfristede »swap« faciliteter til isolering af de spekulative udsving i de pågældende valutaer.

Således er det en forhastet slutning, når mange antager, at de fleksiblere valutakurser (f. eks. i et system med »glidende« paritet) vil medføre et stærkt formindsket (for ikke at sige: fuldstændig bortskaffet) likviditetsbehov. Essensen af det ovenstående er, at likviditetsbehovet – skønt mindre i et system med »ægte« fleksible valutakurser end i et system præget af en overordentlig standhaftighed i kurserne – stadig vil være betydeligt, og at »swap« ordningen må forblive i kraft.

Helt åbenbar bliver denne vurdering, hvis man går ud fra, at indførelsen af et »glidende« paritetssystem, som er bevægeligt i både op- og nedadgående retning, er udelukket, og at der i praksis kun kan blive tale om opadgående kurser. Hvis ethvert overskudsland revaluerer i overensstemmelse med systemets direktiver, mens underskudslandene undlader at devaluere, så vil dette medføre en tiltagende reduktion i den internationale likviditet, idet de monetære guldreservers værdi udtrykt i varer vil blive mindre og mindre.

Nu er det naturligvis rigtigt, at skabelsen af ny likviditet ud over de i øjeblikket eksisterende reserver under omstændigheder vil kunne skabe en vis forsinkelse i tilpasningen af underskudslandenes vekselkurser. Men dette er netop et af formålene med en yderligere likviditetsskabelse. Underskudslandene får lejlighed til at udskyde afviklingen af deres deficits uden straks at måtte gribe til kursændringer – hvor små disse end måtte være, og vil være under mindre pres udefra, da IMF og »de Ti« (som gruppe eller enkeltvis) ikke vil have nogen virkelig mulighed for at blande sig i deres interne økonomiske anliggender – eller i det mindste, kun i den udstrækning, som den nye likviditet består af kreditter (inkl. normale trækningsrettigheder) og ikke specielle trækningsrettigheder. Således har det enkelte land lejlighed til at bekæmpe den inflation, som så ofte ligger til grund for uligevægten på de internationale betalingsbalancer, uden derved at måtte benytte alt for drastiske midler.

Det er nødvendigt at gøre sig dette klart. Fleksible valutakurser (eller for den sags skyld intern deflation) vil nemlig ikke nødvendigvis bringe

---

Omvendt hvis vekselkurserne går op. Justeringen vil da bevæge sig »udad«. Maksimet lyder: er en valuta billig – køb! Er den dyr – sælg! Princippets gyldighed begrænses dog af forestillinger om fremtidsudsigternes samt udviklingen i den korte rente, der påvirker og medbestemmer kapitalbevægelsernes omfang og sammensætning.

en principiel løsning på alle vore problemer. Amerikanske undersøgelser over forholdet mellem bestemte landes importelasticitet og verdens indkomstelasticitet i relation til de samme landes eksport giver et indtryk af, at uligevægten på f. eks. USAs, Englands, Tysklands og Japans betalingsbalancer meget vel kunne have deres udspring i ting som strukturelle faktorer i disse landes industri, i fordelingen af ressourcer, i befolkningens indstilling til opsparing versus investering osv. Med andre ord: Uligevægten kan måske i mange tilfælde føres tilbage til dybtgående økonomiske, industrielle og muligvis også sociale og politiske realiteter. I den udstrækning, som dette er tilfældet, er det næppe tænkeligt, at valutakursforandringer, hvor dynamiske disse end måtte være, vil løse problemet. Det eneste, som vil hjælpe her, er langsomtvirkende interne økonomisk/politiske forholdsregler, hvis gennemførelse forudsætter store »ejede« reserver og/eller betydelige internationale lån.

Nøjagtigt hvor stort det til enhver tid bestående restbehov for nye aktiver (SDR) er i en verdensøkonomi i nogenlunde ligevægt (dvs. hvor væsentlige over- og underskud er forsvundet), lader sig ikke let fastslå med de i øjeblikket forhåndenværende beregningsmetoder. Man kan generelt sige, at omfanget af den internationale likviditet må være tilpasset verdensøkonomiens krav, hvilket i praksis vil sige, at det må være stort nok til, at konkurrerende deflation og renteeskalering (for slet ikke at tale om konkurrerende devaluering) undgås. Kort sagt: likviditetsudvidelsen må være tilstrækkelig til på den ene side at smøre handelens og kapitaltransfereringernes vækstmekaniske og til på den anden side at lette eller – endnu bedre – løse de vigtigste valutalandes dilemma. En udvidelse af kreditfundamentet f. eks. igennem en forøgelse i omfanget eller antallet af hovedvalutaer eller en udvidelse af de normale trækningsrettigheder vil ikke yde noget væsentligt bidrag til nogen af disse to fornødenheder. Det, det kommer an på, er at forøge de »ejede« reserver.

Man må altså se at komme væk fra de nuværende tilstande, hvor nyskabelsen af internationale reserver bestemmes vilkårligt gennem op- og nedgangen på den amerikanske betalingsbalance og de blinde kræfter på guldmarkedet. Det kan heller ikke være i nogens interesse, at der sker en (kolossalt overdreven) stigning i guldprisen én gang for alle. Bortset fra den ydmygende effekt, dette ville have på den amerikanske nationalstolthed og USAs aversion imod at give russiske og sydafrikanske guldproducenter en foræring, ville en sådan opskrivning i guldets monetære værdi betyde et tilbageslag i den udvikling, der allerede er sket henimod guldstandardens afløsning af et mere rationelt, internationalt kontrolleret system. Det må imidlertid atter betones, at hvis man skulle komme dertil, at hele vægten i likviditetsskabelsen lægges på de specielle trækningsrettigheder inden for rammerne af dette system, så eksisterer der en latent risiko

for, at kontrolleret manipulation kunne blive afløst af politisk vilkårlighed. Det er selvsagt vigtigt, at man finder midler til en helgardering imod denne situation.

Til slut skal der plæderes for en successiv aftrapning af guldet som international valutabasis. De specielle trækningsrettigheder er ganske vist ikke i øjeblikket tænkt som en afløser for guldet i denne funktion, men vil også fremover fungere som komplement til såvel guldet som de øvrige allerede forhåndenværende reserver. Medens man måske kan gå med til, at en afvigelse fra dette princip næppe vil være i Europas interesse i øjeblikket, kan muligheden for, at der vil opstå visse vanskeligheder i det lange løb, hvis man samtidig søger at bibeholde en fast beholdning af monetært guld og andre former for reserveaktiver (SDR) ikke afvises. Det skal sikkert ses som en logisk konsekvens af denne tilstand, når USA i den senere tid har vist sig mere end uvillig til at aftage nyt guld på markedet.

På længere sigt skulle også skeptikerne kunne overbevises om logikken i, at en enkelt »man-made«, af naturforekomster uafhængig og derfor i overensstemmelse med det henholdsvise likviditetsbehov variabel faktor (SDR) overtager guldets og reservevalutaernes rolle som monetær reservebasis. Et aktiv, der tjener i stedet for at lægge hindringer i vejen for virkelige økonomiske fremskridt, handelen og levestandarden.

Juli 1970. *Eigil Kruse-Kempen*