DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

DEN ØKONOMISKE UDVIKLING I VESTTYSKLAND I 1969 OG REVALUERINGEN I OKTOBER

I. INDLEDNING

I oversigten over den internationale økonomiske situation i Økonomi og Politik 1968 nr. 3 skildredes den økonomiske udvikling i Vesttyskland for perioden 1967 og frem til slutningen af 1968. Det fremhævedes især, at Tyskland – med udgangspunkt i omkostningsudviklingen i den recessive konjunkturfase – havde erhvervet en sådan konkurrencedygtighed på verdensmarkedet, at betalingsbalancen udviste et betydeligt overskud. Oversigten sluttedes med en omtale af de revalueringsrygter, der opstod i august 1968 som følge af det betalingsbalanceoverskud, der fortsat eksisterede på trods af en betydelig indenlandsk aktivitetsstigning.

I den følgende økonomiske oversigt (Ø og P, 1968 nr. 4) beskæftigede vi os med »valutakrisen« i november måned 1968, der havde Frankrig og Vesttyskland som hovedaktører. I gennemgangen af denne »krises« forløb konkluderedes, at »... Det afgørende spørgsmål bliver, i hvilket omfang vesttyskerne vil tillade en ekspansion, dvs. om de vil slække så meget på den hidtidige pris- og omkostningsmæssige stabilitet, at der gennem interne tyske prisstigninger åbnes mulighed for en udligning af betalingsbalanceoverskuddet. Ellers vil man formentlig være godt på vej mod en gentagelse af begivenhederne forud for revalueringen af DM i 1961.«

Det er den videre udvikling af denne vesttyske betalingsbalanceoverskud-akkumulation, vi i det følgende skal drøfte. Indledningsvis skitseres den økonomiske udvikling frem til september 1969, da spekulationen i en DM revaluering igen tog fart. Derefter fremstilles udviklingen i september, og endelig diskuteres efterårets økonomiske udvikling og en række virkninger af revalueringen i oktober.

II. DEN ØKONOMISKE SITUATION I SOMMEREN 1969

På efterspørgselssiden fortsatte ekspansionen med uformindsket kraft. Virksomhedernes investeringer øgedes, og ordreafgivelserne på realkapitaludstyr voksede. De indkomne ordrer oversteg salget. I kapitalgodeindustrierne skønnedes ordrebeholdningen i juni måned at svare til ca. 5,4

måneders produktion, mens den største ordrebeholdning i den foregående højkonjunktur (juni 1965) svarede til ca. 4,4 måneders produktion. Sideløbende hermed øgedes erhvervsbyggeriaktiviteten, idet virksomhederne søgte deres kapacitet tilpasset til de store ordrebeholdninger og de forlængede leveringstider. Under hensyn til den akutte mangel på arbejdskraft substituerede man med øget efterspørgsel efter realkapital, hvilket ikke mindst sigtede på at fremme rationaliseringen af produktionen.

Den fortsatte ekspansion i kapitalprojekternes omfang må ses i sammenhæng med den gunstige udvikling i profitternes størrelse. I industrien forblev arbejdsomkostningerne i sommermånederne omtrent uændrede, da produktivitetsudviklingen holdt trit med udviklingen i lønningerne. Da salgspriserne samtidig øgedes noget, udviklede profitterne sig særdeles acceptabelt for virksomhederne. Erfaringerne fra tidligere opsvingskonjunkturer viser netop, at virksomhedernes investeringstilbøjelighed i høj grad er en funktion af profitmarginalen.

Denne kraftige investeringsekspansion stimuleredes tillige af den forholdsvis lette adgang til at opnå banklån til en omtrent uændret rente, samtidig med at selvfinansieringsgraden var høj.

Ikke alene det erhvervsmæssige byggeri steg meget kraftigt. Det samme gjaldt boligbyggeriet, der i månederne maj/juni lå ca. 15 pct. over boligbyggeriet i de to foregående måneder. Denne forcering af boligbyggeriet skal formentlig ses i sammenhæng med visse forventninger om fremtidige pris- og rentestigninger.

Også den fra udlandet stammende efterspørgsel steg i sommerperioden om end i noget afsvækket tempo i forhold til forårsmånederne. Tysklands meget kraftige eksportstigning må ses som et resultat af det konjunkturopsving, der har præget Tysklands samhandelspartnere i den senere tid. Ganske vist er efterspørgslen fra U. S. A. og England aftaget noget som følge af disse landes restriktive finans- og pengepolitik, men samtidig er konjunkturopsvinget fortsat i Italien, Østrig og Schweiz, der tilsammen importerer mere end U. S. A. og England tilsammen. Den tyske eksport til Frankrig var, da den franske devaluerings virkninger endnu ikke var slået igennem i sommer, fremdeles høj. Eksportekspansionen er ikke mindst en konsekvens af den i Økonomi og Politik 1968, nr. 4 omtalte disparitet i omkostnings- og prisudviklingen mellem Tyskland på den ene side og dets handelspartnere på den anden. Denne disparitet ville i sommermånederne antagelig have været større – på grund af handelspartnernes højere prisstigningstakt – hvis ikke Tyskland i november 1968 som substitut for en revaluering havde indført den tidligere i den internationale oversigt diskuterede eksportskat og importtilskud på 4 pct., og hvis ikke Frankrig havde foretaget en devaluering af francen.

Også det private forbrug øgedes i sommermånederne kraftigt. Omregnet

til årsbasis var der tale om en stigning med ca. 10 pct. Specielt ekspanderede efterspørgslen efter de varige forbrugsgoder, hvilket ytrede sig i store forlængelser af leveringstiderne.

Samtidig steg den private opsparing, hvilket viser, at husholdningernes indkomster må være steget betydeligt. Dette viser sig også at være tilfældet, idet de personlige disponible indkomster i andet kvartal af 1969 omregnet til årsbasis fremviste en stigning på ca. 11 pct. Årsagen til dette må naturligvis søges i den mere »stramme« situation på arbejdsmarkedet. Specielt prægedes byggesektoren af en meget kraftig lønudvikling, mens den forarbejdende industris lønninger som helhed forblev stabile, da der ikke i sommermånederne fandt overenskomstfornyelser sted. Man må imidlertid nævne, at lønglidningen, d. v. s. den lønstigning, der ligger ud over det af indgåede overenskomster betingede, øgedes betydeligt, ligesom en række strejker resulterede i lønstigninger på virksomhedsniveau. Sommerens udvikling peger derfor frem mod en senere forøgelse i arbejdsomkostningerne, der vil tendere til at øge gabet mellem løn- og produktivitetsudviklingen.

Hvad udbudssiden angår, voksede den hjemlige produktion i sommermånederne, men med et noget aftagende vækstempo. Man nærmede sig meget stærkt til en fuld kapacitetsudnyttelse, og kapacitetsudnyttelsen var større end i nogen af de to foregående højkonjunkturer. Inden for handelen og industrien udviklede arbejdskraftsmængden sig til at blive den væsentligste flaskehals. Når man i andet kvartal af 1969 registrerede en vis forøgelse i antallet af beskæftigede, hænger dette sammen med en øget anvendelse af udenlandsk arbejdskraft. De hjemlige arbejdskraftsreserver var i det store og hele udtømt, da arbejdsløsheden var nået ned på ca. 0,6 pct., der må antages at svare til den arbejdsløshed, der altid vil blive registreret som følge af arbejdspladsskift etc. Efterspørgslen efter arbejdskraft oversteg langt udbudet, hvilket ytrede sig i registrering af et stort antal ledige stillinger og en øget udbredelse af overarbejde og skifteholdsarbejde.

Den aftagende udbudselasticitet på det hjemlige marked øgede behovet for import. Denne øgedes da også kraftigt, men ikke tilstrækkeligt til at fjerne den hjemlige overefterspørgsel, da eksporten samtidig i absolut værdi steg mere, så at overskuddet på handelsoverskuddet på trods af den indenlandske højkonjunktur tenderer at øges, hvilket vil sige, at den hjemlige til rådighed værende produktion mindskedes.

Det voksende gab mellem udbud og efterspørgsel resulterede i forlængede leveringstider endog for produkter, der normalt leveres direkte fra lager. Samtidig begyndte producentpriserne, der især er sensitive over for konjunktursvingninger, at stige. Disse prisstigninger nåede imidlertid ikke i sommermånederne at slå igennem på forbrugerpriserne, da en god høst medvirkede til at holde priserne på fødevarer nede, samtidig med at stigningen i huslejerne afsvækkedes noget.

Udviklingen i de væsentligste poster på den tyske betalingsbalance i 1969. Mill. DM

Balance på løbende poster og kapitalbevægelser

	Løbende poster				Nettotransfereringsbetalinger	Kapitalbevægelser			Nettobalance på løbende og kapitalposter	Residual	Ændring i Forbundsbankens monetære reserver
	Nettotransaktioner i goder og tjenesteydelser					Nettokapitalbevægelser	Langfristet	Kortfristet			
	Total	Total	Handelsbalance	Tjenestebalance							
Januar	÷ 728	÷ 55	+ 115	÷170	÷673	÷6443	÷1579	÷4864	÷7171	÷2112	÷ 5059
Februar	+ 731	+1198	+1055	+143	÷467	÷1605	÷2227	+ 622	÷ 874	+ 302	÷ 572
Marts	+1219	+1605	+1595	+ 10	÷386	÷1980	÷1989	+ 9	÷ 761	÷ 639	÷ 1400
April	+ 799	+1312	+1311	+ 1	÷513	+1517	÷2198	+3715	+2316	+ 375	+ 2691
Maj	+1260	+1790	+1432	+358	÷530	+2735	÷ 664	+3399	+3995	+7065	+11060
Juni	+ 181	+ 838	+1149	÷311	÷657	÷5451	÷1316	÷4135	÷5270	÷ 522	÷ 5792
Juli	+ 395	+1155	+1659	÷504	÷760	÷ 462	÷1607	+1145	÷ 67	+ 124	+ 57
August	+ 245	+ 928	+1007	÷ 79	÷683	+ 882	÷1533	+2415	+1127	+1039	+ 2116
September	+1065	+1645	+1325	+320	÷580	+2979	÷ 587	+3566	+4044	+1259	+ 5303

Kilde: Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, november 1969.

Ser man på betalingsbalancens udvikling i sommermånederne, jfr. tabellen, har den udvist stærke fluktuationer, hvis man betragter det totale resultat som udtrykt i ændringerne i de centrale monetære reserver. I hovedsagen er disse voldsomme fluktuationer udtryk for eftervirkningerne af den monetære »krise« i foråret 1969 (jfr. Ø og P, 1968, nr. 4). Den stærke tilstrømning af udenlandsk spekulationskapital i perioden 28. april til 9. maj vendtes i maj og juni til en udstrømning efter Forbundsregeringens erklæring om, at DM ikke ville blive revalueret. Augusttallene er præget af kreditinstitutionernes transfereringer af udenlandske balancer til Forbundsbanken, og kun en ringe del er udtryk for en egentlig tilstrømning fra udlandet.

Ser man bort fra de af forårets forventninger om en opskrivning af DM betingede spekulative kortsigtede kapitalbevægelser, er tendensen på betalingsbalancen fortsat. Overskuddet på handelsbalancen og de totale løbende poster er yderligere forøget på trods af den fortsatte stigning i den indenlandske aktivitet. Samtidig er den betragtelige eksport af langsigtet kapital fortsat. Frem til september måned var denne eksport større end overskuddene på de løbende poster, så disse to ting tilsammen udviste et underskud. Når de monetære reserver ikke ændredes, er det sammenhængende med udviklingen i de korte kapitalbevægelser. Tendensen til overskud på den løbende balance er ikke blevet mindre i sommermånederne, snarere tværtimod. For månederne maj til juli var handelsoverskuddet ca. 1/2 mldr. større end i de tilsvarende måneder i 1968.

Den franske devaluering i august 1969 vil naturligvis påvirke samhandlen mellem Frankrig og Tyskland og forskyde deres relative konkurrenceevne på tredjelandsmarkeder. Den samlede virkning vil være afhængig af, om de franske eksportører lader devalueringsfordelen slå igennem til de udenlandske købere, og af om Frankrig kan forøge den samlede produktion. Virkningen vil videre være afhængig af den franske omkostningsudvikling, der naturligvis vil være afhængig af den prisforøgende virkning af devalueringen på importen, men samtidig påvirket af de inflationsdæmpende foranstaltninger, den franske regering har gennemført. Imidlertid vil virkningerne af den franske devaluering kun langsomt slå igennem.

Sommermånedernes monetære udvikling i Tyskland påvirkedes af de store spekulative tilstrømninger i april og maj. Denne tilstrømning i form af indlån i tyske kreditinstitutter fra udlændinges side er i det store og hele strømmet tilbage i sommerens løb. Banklikviditeten påvirkedes ikke synderligt af disse strømme på grund af reglen om, at sådanne indlån 100 pct. skal forøge minimumsreserverne. Virkningerne har derimod været følelige af den indstrømning, der af forskellige kanaler er sket til den tyske ikke-bank sektor, dvs. i hovedsagen til industri og handelsvirksomhederne. Størsteparten af denne tilstrømning er ikke strømmet ud igen, hvilket har

øget den tyske pengeforsyning betydeligt, og likviditeten har været rigelig. Den stærke ekspansion i virksomhedernes monetære margin står i modsætning til den ovenfor skildrede mindskede mulighed for reel vækst. Der må derfor ventes en inflationær påvirkning fra den monetære side.

Tilstrømningen til ikke-banksektoren har naturligvis tenderet at øge bankernes likviditet. Denne øgede banklikviditet søgte man modvirket gennem finans- og pengepolitiske foranstaltninger. 1. juni og 1. august øgedes således kravene til minimumsreserverne, og i slutningen af august gennemførtes kravet om 100 pct. reservedækning af væksten i udenlandske tilgodehavender i tyske banker. Samtidig er de frie likviditetsreserver blevet mindsket på grund af den i juli gennemførte nedskæring af rediskonteringskvoterne. Samtidig har Forbundsregeringen og en række delstatsregeringer reduceret cirkulationen af korte papirer, der, på grund af Forbundsbankens løfte om altid at være villig til at købe disse, er et af de mest likvide aktiver. Sammenfattende gælder det imidlertid, at likviditetsudviklingen har gjort det muligt at holde en omtrent uændret rente.

III. UDVIKLINGEN I DEN MONETÆRE SITUATION I SEPTEMBER

I september måned udviklede sig sikre forventninger om, at DM ville blive revalueret efter det tyske valg til Forbundsdagen. Efterhånden som valgdagen nærmede sig, registreredes en stadig tilstrømning fra udlandet til Tyskland. I de første 17 dage af september købte Forbundsbanken dollars for ca. 2,5 mldr. DM i »spot-forretninger«, og i den følgende uge registreredes en yderligere tilstrømning på ca. 3,5 mldr. DM til Forbundsbanken. For at undgå en tilspidsning af den internationale monetære situation i de sidste to dage før Forbundsdagsvalget og for at hindre en tredje omfattende spekulationsbølge i opskrivningen af DM, opfordrede Forbundsbanken regeringen til at lukke valutamarkederne fra 25. september. Dette accepteredes, og man udvidede senere lukningen til også at gælde dagen efter valget. Samtidig accepterede regeringen, at Forbundsbankens intervention på de udenlandske valutamarkeder suspenderedes. 30. september åbnedes på ny for handel med udenlandsk valuta, men uden Forbundsbankens intervention.

Det øjeblikkelige mål med lukningen af valutamarkederne og suspension af Forbundsbankens intervention var at standse tilstrømningen af spekulationskapital, hvilket for så vidt lykkedes. Markedet reagerede ved at forøge værdien på DM i overensstemmelse med forventningerne om en revaluering. Relationen mellem dollar og DM udviklede sig frem mod en sådan størrelse, der svarede til den forventede relation efter en revaluering. Forbundsbanken understregede, at formålet med suspensionen af interventionen ikke var at etablere en frit fluktuerende valutakurs, men at For-

bundsregeringen inden for en kortere periode agtede at fastlægge en fast paritet, som ingen nu længere ventede ville blive identisk med den gamle paritet. IMF (International Monetary Fund) accepterede de tyske forholdsregler, men understregede, at Tyskland, så snart en ny paritet var fastsat, burde vende tilbage til en fast valutakurs.

Forbundsbanken understregede i september, at det ville være af væsentlig betydning for den internationale monetære situation, at usikkerheden om den fremtidige paritet hurtigt bragtes til ophør. Udviklingen på valutamarkederne understregede fremdeles forventningerne om yderligere revalueringsgevinster for besiddere af DM aktiver, selv om mængden af disse aktiver nok var aftaget en smule i forhold til situationen før suspensionen af interventionen. Så længe der var forventninger om selv en lille opskrivning af DM, kunne man ikke vente en udstrømning af den tidligere indstrømmede spekulationskapital. Denne tilbagestrømning var naturligvis ønskelig under hensyn til betalingsbalancen og af hensyn til mulighederne for at føre kreditpolitik.

Man fremhæver, at etablering af en ny DM paritet vil bidrage til skabelse af ligevægt i de internationale betalinger og vil øve en stabiliserende effekt på den tyske økonomi. Naturligvis vil denne stabiliserende effekt på det interne marked kun langsomt slå igennem af årsager, vi senere skal vende tilbage til.

IV. DEN ØKONOMISKE UDVIKLING I EFTERÅRET OG REVALUERINGEN

Den tyske højkonjunktur er ikke blevet afsvækket i efterårsmånederne. Efterspørgslen er steget med uformindsket hast, mens væksten i udbudet som følge af den i sommer nåede fulde kapacitetsudnyttelse er blevet stabiliseret, så spændingen mellem efterspørgsel og udbud er blevet forøget. Skønt de fleste statistiske data, der er tilgængelige i øjeblikket, stammer fra perioden umiddelbart forud for revalueringen af DM, ændrer dette ikke billedet, da virkningerne af den nye paritet først kan ventes at slå igennem i løbet af nogen tid. Givet er det, at den periode, for hvilken vi endnu ikke har data, vil være præget af, at eksporten er blevet fremskyndet og importen udsat som følge af revalueringsforventningerne og vil være præget af en fortsat stigning i den hjemlige efterspørgsel.

Det væsentligste træk for efterårsperioden er, at indkomsterne nu er begyndt at stige betydeligt. Virkningen af det øgede gab mellem efterspørgslen og udbudet har været en ny forlængelse af leveringstiderne og stigning i ordrebeholdningerne. Den kraftige efterspørgsel har motiveret mange virksomheder til prisstigninger. Som tidligere omtalt kunne disse tendenser allerede spores i producentpriserne i sommerperioden, mens de i efteråret er slået igennem til konsumentpriserne. Den væsentligste flaske-

TABEL 2

Udviklingen i industriens lønniveau

(1958 = 100)

	På timebasis		På ugebasis		Lønninger pr. beskæftiget	
	1958 = 100	Årsændring i pct.	1958 = 100	Årsændring i pct.	1958 = 100	Årsændring i pct.
Januar	195,4	+6,3	177,4	+6,2	213,2	+11,0
Februar	195,8	+6,2	177,7	+6,1	196,4	+ 4,9
Marts	196,0	+6,2	177,9	+6,2	210,4	+ 7,6
April	198,7	+5,4	180,4	+5,3	225,8	+ 9,6
Maj	199,9	+4,7	181,4	+4,6	232,3	+ 7,2
Juni	200,3	+4,7	181,8	+4,7	239,6	+ 9,7
Juli	200,7	+4,6	182,2	+4,6	244,2	+ 8,5
August	200,9	+4,6	182,3	+4,5	234,8	+ 6,5
September ..	208,1	+8,3	188,8	+8,2	239,8	+12,7
Oktober	210,9	+9,6	190,7	+9,1		

Kilde: Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, december 1969.

hals har været udviklingen på arbejdsmarkedet. Den meget kraftige efterspørgsel ytrede sig i et pres på lønningerne. En lang række strejker gennemførtes, og i september påbegyndtes en lang række lønforhandlinger.

I sommermånederne havde lønningerne fulgt den økonomiske udviklings opsving med et betydeligt »time-lag«, og stabiliteten sikredes gennem gældende overenskomster. I første halvdel af 1969 havde man indgået overenskomster, der gennemsnitligt førte til lønstigninger på ca. 5–7 pct., men i september ændredes situationen, idet man i en række sektorer forhandlede sig til rette om lønstigninger på mellem 10 og 12 pct. Ser man alene på grundlønningerne, lå de i slutningen af september måned ca. 8 pct. over de tilsvarende lønninger i 1968. Man mener, at lønglidningen i efterårsmånederne yderligere har medført en lønstigning på omkring 3 pct. ud over det i overenskomsterne fastsatte. Omregnet til årsbasis udgjorde lønstigningerne i tredje kvartal en stigning på omkring 10 pct. Denne kraftige lønstigning vil naturligvis øve væsentlig indflydelse på det fremtidige økonomiske forløb. Det er givet, at produktiviteten ikke kan udvikle sig med samme hast. Produktiviteten øgedes i første halvår på årsbasis med ca. 7 pct., men det er en plausibel antagelse, at denne produktivitetsstigning er mindre i årets sidste halvdel. I Forbundsbankens beretning fra november måned, regner man med, at kun ca. halvdelen af lønstigningen vil modsvares af en produktivitetsstigning, hvorfor denne omkostningsudvikling vil komme til at øve kraftig indflydelse på prisudviklingen.

Denne kraftige lønstigning har naturligvis muliggjort et forøget privat forbrug fra arbejderne. Således viste index for detailhandel en årsstigning på 13,5 pct. i september måned, hvilket kan sammenlignes med tallet 9,5 pct. for juli og august. Det private forbrug af varige forbrugsgoder øgedes temmelig kraftigt i september, ikke mindst som følge af forventninger om fremtidige prisstigninger.

Samtidig er virksomhedernes efterspørgsel efter kapitalgoder vokset med uformindsket kraft. Ordrebeholdningen er fortsat vokset, så den i september estimeres at svare til ca. 5,7 måneders produktion.

Efterspørgslen fra udlandet fortsatte sin vækst op mod revalueringen om end med noget afsvækket tempo. Dette afsvækkede tempo må i høj grad forklares ved tyske leveringsvanskeligheder som følge af den fulde kapacitetsudnyttelse. Samtidig er efterspørgslen fra U. S. A. aftaget betydeligt som følge af den restriktive amerikanske politik, men dette er fortsat blevet kompenseret af efterspørgslen fra andre aftagerlande, hvor højkonjunkturen er fortsat.

På udbudssiden øgedes den hjemlige produktion på trods af, at man allerede i sommermånederne befandt sig nær kapacitetsudnyttelsen. Da der ikke har eksisteret reservekapaciteter, må denne produktionsfremgang ses som et resultat af virksomhedsudvidelser og forbedringer samt af øget anvendelse af arbejdskraft ikke mindst udenlandsk.

Godeudbudet fra importen øgedes mere end den hjemlige produktion. Således øgedes importen af industrielt forarbejdede goder med 9 pct. fra andet til tredje kvartal. Importen af halvfabrikater øgedes kraftigt i tredje kvartal som følge af indenlandske flaskehalse.

Som allerede anført viste efterårsperioden stærke tegn på begyndende prisstigninger. Virksomhederne øgede salgspriserne som reaktion på de stærke lønstigninger i september. Index for producentpriserne for industrielle produkter øgedes alene i september med samme størrelse som i de foregående to måneder, og på årsbasis øgedes disse priser med ca. 5 pct. Konsumpriserne øgedes med ca. 0,6 pct. i tredje kvartal, hvilket er en fordobling i forhold til udviklingen i andet kvartal.

Den væsentligste begivenhed i forbindelse med vurderingen af betalingsbalancen er naturligvis revalueringen i oktober. Vi må derfor behandle denne problematik i tre afsnit, nemlig en vurdering af udviklingen før revalueringen, en vurdeing af den periode, hvor interventionen fra Forbundsbankens side på valutamarkederne var suspenderet, og endelig en vurdering af revalueringens forventede effekter.

I tredje kvartal af 1969 syntes der ikke at være tendenser til mindskelser af det meget store overskud på betalingsbalancens løbende poster. På årsbasis tegnede det sæsonkorrigerede overskud til at blive omkring 11 mldr. DM, dvs. ca. det samme som i 1968, selv om højkonjunkturen var fortsat.

Selv om visse poster på den løbende balance påvirkedes af forventninger om en revaluering, var betalingsbalancens reaktion på det udvidede gab mellem eftespørgsel og udbud meget beskeden selv i månederne umiddelbart forud for revalueringen.

Forventningerne om en ændring i pariteten påvirkede øjensynlig de langsigtede kapitalbevægelser i tredje kvartal, jfr. tabellen, der viser en reduktion fra 1,5 mldr. DM i august til 0,6 mldr. DM i september for eksporten af langsigtet kapital. Specielt omfatter dette fald en reduktion i den private nettoeksport af kapital. Udlændinge investerede mere i Tyskland end før, idet forventningerne om en revaluering medførte en betydelig interesse for placering af kapital i tyske aktiver. Udenlandske lånere var betænkelige ved at pådrage sig gæld i en valuta, man ventede stod over for en snarlig revaluering.

De kortsigtede kapitaltransaktioner, der naturligvis er underkastet spekulative overvejelser, prægedes af en kraftig tilstrømning til Tyskland. Således voksede udenlandske fordringer på tyske banker alene i september måned med 1,9 mldr. DM. På samme måde som tidligere var tilstrømningen af udenlandsk kapital til erhvervsvirksomhederne større end til bankerne.

Som tidligere omtalt lukkedes valutamarkederne i dagene op til Forbundsdagsvalget og holdtes lukket til og med 29. september. 30. september genåbnedes markederne uden Forbundsbankens intervention. Virkningen var fastlæggelse af forholdet 3,84 DM pr. dollar, men dette forhold ændredes yderligere i den kommende tid, så man i midten af oktober havde et forhold 3,73:1, der ikke ændrede sig væsentligt, fordi markedet betragtede denne størrelse som den øvre grænse for den forventede nye paritet.

Umiddelbart efter interventionssuspensionen påbegyndtes en kapitaludstrømning fra Tyskland. I perioden fra 30. september til 15. oktober solgte Forbundsbanken ca. 1 mldr. dollars svarende til ca. 3,8 mldr. DM. Denne udstrømning standsede omkring midten af oktober, og der skete kun små ændringer frem til 24. oktober, hvor Forbundsregeringen meddelte den endelige revaluering. Udstrømningen tog til igen umiddelbart efter revalueringens gennemførelse, og i perioden fra 30. september til først i november reduceredes de centrale monetære valutareserver med ca. 11 mldr. DM.

Den nye paritetsværdi i forhold til dollaren fastsattes den 24. oktober til 3,66 DM pr. dollar, dvs. en revaluering med ca. 9,3 pct.

Revalueringen vil have virkninger såvel for den indenlandske økonomiske udvikling som for handelssamkvemmet med udlandet. Den væsentligste virkning vil naturligvis gå via indflydelsen på udenrigshandlen, men der er her tale om en langsigtet effekt. Revalueringsvirkningerne på priserne bliver mindre end svarende til revalueringens 9,3 pct., fordi Forbundsregeringen 30. oktober ophævede de tidligere gennemførte foranstalt-

ninger, der skulle medvirke til en betalingsbalanceudligning, nemlig skatten på eksporten på 4 pct. og tilskuddet til importen på 4 pct. For det andet vil virkningerne af revalueringen være noget mindre i henseende til »forward« valutakurserne, hvor revalueringen er blevet foregrebet gennem fastsættelse af høje diskonteringsfaktorer på udenlandsk valuta. Dette mindsker virkningerne af den nominelle paritetsændring.

Det må antages at være usikkert, hvordan eksport- og importpriserne vil reagere. Eksportørerne vil givetvis forsøge at undgå en reduktion i eksportpriserne, fordi omkostningerne i Tyskland, som omtalt, har været stærkt stigende i efteråret. Det er derfor vanskeligt at sige noget om, hvor meget dyrere tyske varer vil blive for udenlandske købere, men det må dog antages, at prisudviklingen vil resultere i en mindsket udenlandsk efterspørgsel efter tyske produkter. På den anden side vil de udenlandske udbydere på det tyske marked forsøge at forøge deres priser beregnet i deres egne valutaer med revalueringens fulde størrelse. Virkningen må antages at blive en billiggørelse af importvarerne set fra tysk synspunkt, hvilket skulle resultere i en forøget efterspørgsel efter udenlandske varer. I denne relation vil landbrugsvarer udgøre en undtagelse. Da de fleste landbrugspriser er knyttet til dollarens værdi, der tjener som regneenhed i fællesmarkedets landbrugsordninger, vil revalueringen reducere landbrugssektorens indkomster, men man har fra politisk hold tilkendegivet, at disse tab ikke skal påhvile landbruget. Dette vil blive holdt skadesløs gennem indkomsttilskud eller ændringer i merværdibeskatningen. Selv om det antages, at landbrugspriserne vil reduceres noget for konsumenterne, er det usandsynligt, at efterspørgslen efter udenlandske landbrugsprodukter vil øges væsentligt, for det første fordi prisreduktionen vil omfatte såvel hjemligt som udenlandsk producerede varer, og for det andet fordi efterspørgslen efter fødevarer ikke synes at være særlig prisfølsom. Det må derfor antages, at revalueringsvirkningen vil blive en forøgelse alene af industriimporten. Men det gælder for importvirkningen som for eksportvirkningen, at den kun manifesterer sig på langt sigt. Der vil derfor hengå en betragtelig tid, før man vil registrere virkelige fald i handelsoverskuddet, hvilket igen til den tid vil øge rådighedsproduktionen i Tyskland.

På tjenestebalancen vil revalueringen slå igennem med sin fulde nominelle størrelse, da udvekslingen af tjenesteydelser ikke har været underkastet de specielle foranstaltninger fra november 1968. Virkningen vil derfor være stærkere end på handelsbalancen.

Hvad angår kapitaltransaktionerne, vil den væsentligste virkning af revalueringen være en betydelig reduktion af den spekulativt betingede kapitaltilstrømning.

Indenlandsk vil virkningen være en gradvis reduktion af overefterspørgslen, så en større del af nationalproduktet vil være til rådighed indenlandsk.

Revalueringen må forventes at reducere de pris og omkostningsmarginaler mellem Tyskland og dets handelspartnere, vi tidligere har omtalt. Revalueringen vil tendere at stabilisere det indenlandske pris- og omkostningsniveau og hindre, at de stærke prisstigninger i efteråret antager kumulativ karakter. Da disse virkninger, som omtalt, er langsigtede, må det forventes, at man på kortere sigt vil føre en restriktiv kredit- og finanspolitik.

J. H. P.

24. 1. 1970