EN INTERNATIONAL VALUTAREFORM

PETER ANDREAS BØGGILD

BAGGRUNDEN

I 1943 fremsatte den britiske økonom J. M. Keynes sit forslag om en International Clearing Union. Det skulle være en slags centralbank for hele verden, der skulle imødekomme behovet for internationale betalingsmidler. Det skulle ikke være betalingsmidler til financiering af den internationale handel, for dette klarede og klarer de almindelige banker stadig udmærket. Derimod skulle betalingsmidlerne anvendes til *udligning* af betalingsbalanceuligevægte. Med voksende verdenshandel øges de underskud på betalingsbalancerne, som de internationale betalingsmidler skal udligne. Derfor skulle udstedelsen af betalingsmidlerne afhænge af væksten i den globale handelsaktivitet. Endvidere skulle mængden kunne varieres, for ad denne vej at virke konjunkturudjævnende.

De internationale betalingsmidler har siden krigen bestået af centralbankernes beholdninger af guld og deres pund- og dollartilgodehavender. Hertil kommer, at stadig flere centralbanker efterhånden er blevet indstillet på at medregne også deres[1]) reservepositioner i Den internationale Valutafond.

Keynes's ønske gik ikke i opfyldelse: Forsyningen med reserveaktiver har ikke været betinget af behovet eller af bevidste bestræbelser for at regulere konjunkturforløbet ad denne vej. Stigningsakten i den internationale likviditet har derimod været et *biprodukt af andre processer*. Den har været bestemt af udviklingen i den amerikanske betalingsbalance, af de økonomiske vilkår for guldproduktionen i Sydafrika, af Sovjets guldsalg, der igen har haft en nær sammenhæng med høsten i centralasiatiske korndistrikter, og af den varierende tillid til reservevalutaerne.

Det er vanskeligt, for ikke at sige umuligt, at udtrykke behovet for international likviditet kvantitativt, men selv om dette ikke er muligt, kan man dog gætte på, at behovet for og forsyningen med internationale betalingsmidler ikke har udviklet sig parallelt, da det som nævnt drejer sig om to størrelser, der er fremkommet ved indbyrdes uafhængige processer. Når der er taget forbehold for målingsproblemer, må man endvidere konstatere, at meget tyder på, at der er ved at udvikle sig et gab mellem forsyningen og

[1]) Guldbranche + superguldbranche.

behovet: Behovet vokser hurtigere end forsyningen, og derfor har økonomer gennem mere end ti år skrevet om farerne for en global mangel på reserver og de ubehagelige konsekvenser, en sådan mangel vil afføde.

Imidlertid er problemet først for fem år siden begyndt at interessere politikerne, og først da er problemet blevet flyttet fra det rent teoretiske til det praktiske plan.

Ønskerne om en international valutareform blev først fremsat for et internationalt forum, da den britiske konservative finansminister, Reginald Mandling, i sin tid tog emnet op på Den Internationale Valutafonds årsmøde. Den britiske ministers tale fik en særdeles kølig modtagelse hos de delegerede; allerede året efter havde problemet dog kunnet samle så megen interesse, at ministrene fra »De Ti's Klub« nedsatte en studiegruppe til undersøgelse af emnet. Omslaget skyldtes først og fremmest, at det var lykkedes briterne at overbevise deres amerikanske kolleger om problemets presserende karakter. I denne forbindelse er det værd at notere sig, at det netop var i denne periode, at den amerikanske betalingsbalance vendte, at dollarknapheden i Europa forsvandt, og at de store guldtab begyndte at gøre indhug i de amerikanske reserver.

De internationale likviditetsproblemer er siden blevet studeret i adskillige organisationer. Som sagt nedsatte »De Ti« en undersøgelseskomité. »De Ti« er de ti industrilande, der deltager i »General Arrangement to Borrow« – en aftale om financiel støtte til »Den internationale Valutafond«. Det er en særdeles indflydelsesrig gruppe, der omfatter USA, Canada, Japan Storbritanien, Sverige og EEC-landene som medlemmer. En anden studiegruppe blev nedsat af OECD under »Komiteen for Økonomisk Politik«. Det er det såkaldte »Working Party nr. 3«; men eksperterne her er stort set de samme folk, som man finder i »De Ti's« undersøgelseskomité. Naturligvis har også Valutafonden bidraget til problemernes undersøgelse og har fremsat forslag til løsninger. Det samme gælder »Bank of International Settlements« (BIS), EEC's Monetary Committee og lande som USA, Frankrig og Storbritannien.

Det var allerede på et tidligt tidspunkt klart, at skulle man skabe en ordning, der en gang i fremtiden kunne magte at supplere og regulere skabelsen af valutareserveaktiver, måtte forhandlingerne finde sted i »De Ti's Klub«. Man har her et forum, der på en gang har et forholdsvis begrænset antal deltagere og som samtidig omfatter de virkelig betydende handelsnationer nemlig de lande, der ejer de største valutareserver, samt, sidst men ikke mindst, de to reservevalutalande USA og Storbritannien. Dette forum har været udvidet og forstærket med direktøren for Den internationale Valutafond, Mr. Pierre-Paul Schweitzer, med repræsentanter for OECD og BIS og med direktøren for den schweiziske nationalbank – Schweiz er associeret »General Arrangement to Borrow« (GAB).

Det viste sig ret hurtigt, at uoverensstemmelserne koncentrerede sig om USA og Frankrig, der indtog tilsyneladende uforenelige standpunkter. Alligevel lykkedes det at arbejde sig frem mod et kompromis. Konturerne anedes allerede i foråret 1967, og efter Fællesmarkedets finansministermøde i midten af april gik man i realitetsdrøftelser. På dette finansministermøde var det nemlig lykkedes at blødgøre franskmændenes ellers urokkelige holdning mod: 1) at de nye midler til udligning af betalingsbalanceuligevægte, som man eventuelt måtte blive enige om, ikke måtte tage form af egentlige valutaaktiver; 2) at planen ikke skulle sættes i gang straks, men blot være en beredskabsplan; og 3) at Fællesmarkedslandene tilsammen skulle have vetoret. Efter dette møde varede det kun få måneder, inden man i »De Ti« var enige om et kompromis. Det gik forbløffende hurtigt, når man tager i betragtning, at man i næsten 5 år havde forhandlet uden at komme af stedet; men sagen var jo den, at de mange års undersøgelser faktisk havde kulegravet alle aspekter og konsekvenser af de forskellige muligheder for en kunstig supplering af valutareserverne. Det var udelukkende politisk vilje til at finde frem til en løsning, der manglede. Mange havde endda på fornemmelsen, at det kun var hos en enkelt nation, at den fornødne samarbejdsvilje ikke var til stede. Det er i hvert fald en kendsgerning, at da Frankrig endelig havde opgivet sin stejle holdning, brugte finansministrene i »De Ti« kun ganske få møder for at nå frem til en aftale, som man var enige om at ville forelægge på årsmødet i Den internationale Valutafond i Rio med den anbefaling, at den var godkendt af direktøren for IMF, der jo havde deltaget i forhandlingerne, og at »De Ti« delegerede ville stemme for forslaget. Hermed var planen sikker på vedtagelse.

FORSINKELSEN

I sidste øjeblik fremkom der dog vanskeligheder i forbindelse med planens realisering: Franskmændene og tyskerne søgte at gøre det til en betingelse for planens videre behandling, at der også skete visse *reformer i Valutafonden*. I den nye plan arbejder man med en vetoret for lande, der har 15 pct. af stemmerne, og dette er nok til at give Fællesmarkedslandene, der tilsammen råder over 16 pct. af stemmerne, mulighed for at blokere beslutninger, som de mener strider mod deres interesser. Paris og Bonn ønskede nu disse stemmeregler udvidet til også at omfatte selve IMF, hvor kun lande med over 20 pct. af stemmerne har vetoret, d. v. s. alene USA. Der blev lejlighed til at knytte de to spørgsmål sammen, fordi det kommunique, der blev udsendt efter det møde i »De Ti«, hvor man vedtog at skabe nye valutareserver i overensstemmelse med planen, indeholdt en passage, der nævnte, at der *parallelt* skal føres forhandlinger om sådanne ændringer og forbedringer i IMF's statutter, som de hidtidige erfaringer har givet anledning til.

Fællesmarkedslandene mente altså og mener endnu, at de indhøstede erfaringer må give disse lande sagligt grundlag til at kræve vetoret.

På IMF's årsmøde kom det til sammenstød mellem på den ene side USA og på den anden side Tyskland og Frankrig om tolkningen af ordet parallelt. Europæerne tolkede ordet på den måde, at der som en betingelse for likviditetsplanens gennemførelse også måtte ske reformer i selve IMF. Amerikanerne tolkede den nævnte passus således: Man var villig til at drøfte ændringer i IMF's statutter, samtidig med at likviditetsplanens lovtekst blev udformet og senere ratificeret; men denne procedure måtte dog ikke vente på bilæggelse af eventuelle uoverensstemmelser vedrørende stemmerettigheder i IMF.

Foreløbig er uoverensstemmelsen blevet henlagt, idet man vedtog, at IMF's direktører skulle fortsætte arbejdet med udfærdigelsen af lovteksten til planen om supplering af de eksisterende valutareserver, samtidig med at de skulle undersøge mulighederne for ændringer i Fondens regler. Man satte den 31. marts 1968 som sidste frist for færdiggørelsen af dette arbejde og henstillede, at resultaterne måtte foreligge så hurtigt som muligt. Hermed er de amerikansk – kontinentaleuropæiske uoverensstemmelser ikke blevet løst; man har blot udsat dem, uden at dette foreløbig har sinket planen om de kunstige valutareserver.

Herefter ser køreplanen således ud:

26. august 1967: »De Ti« bliver enige om skitsen til planen om nye valutareserver.

29. september 1967: De delegerede på IMF's årsmøde vedtager at lade direktørerne udfærdige lovteksten efter »De Ti's« skitse.

31. marts 1968: Sidste frist for lovtekstens færdiggørelse.

Efter denne dato skal lovteksten ratificeres af samtlige medlemslandes parlamenter, og først herefter kan der blive tale om afstemninger, der skal afgøre, hvornår og i hvilket omfang de nye valutareserver skal udløses. Man forventer, at dette tidligst kan ske i 1969.

Som sagt er uoverensstemmelserne imellem USA og Frankrig og Tyskland endnu ikke løste: Der må nås til enighed om de eventuelle ændringer i Valutafondens statutter inden marts 1968, eller man må være enige om, at disse uoverensstemmelser ikke skal have indflydelse på reserveplanernes videre forløb, hvis ikke ratificeringen skal forsinkes. Striden om vetoretten er først og fremmest af principiel karakter. Sagen er jo den, at det først og fremmest er Fællesmarkedslandenes valutaer, der bliver trukket på, når et land behøver assistance fra Fonden. Derfor er franske franc og tyske mark knappe valutaer, og netop derfor er der lavet det specielle arrangement mellem IMF og »De Ti«, det såkaldte »General Arrangement to Borrow«, hvorved der åbnes adgang for IMF til at låne indtil 6 milliarder dollars i de deltagende landes valuta.

I kraft af denne aftale yder Fællesmarkedslandene bidrag til Valutafonden, der er langt større, end deres egentlige kvoter i fonden giver udtryk for. Dette skulle tale for, at også Fællesmarkedslandene udstyres med vetoret. På den anden side har der ikke i praksis været gjort særlig brug af stemmereglerne; man har næsten altid i mere betydende spørgsmål forhandlet sig til rette, således at der har været noget nær enstemmighed. Som følge heraf kan man måske hævde, at USA roligt må kunne give efter for de europæiske krav, og af samme grund skulle Fællesmarkedslandene ikke behøve at gøre større ophævelser. Imidlertid har splittelsen fået betydning, fordi der er prestige og politik indblandet. Der er tale om, at USA og verden skal anerkende væksten i de kontinentaleuropæiske landes financielle styrke, samt at de franske og tyske delegerede ved IMF må have noget med hjem, der kan lette det overtalelsesarbejde, der skal til, for at få planerne om de kunstige valutareserver igennem hos henholdsvis de Gaulle og Den tyske Forbundsdag. Begge steder er man jo kendt for at have et særdeles konservativt syn på monetære forhold.

»A FACILITY BASED ON SPECIAL DRAWING RIGHTS«

Naturligvis er det ikke helt klart, hvordan planen kommer til at se ud i sin endelige form, men den skitse, som »De Ti« blev enige om, og som danner basis for IMF-årsmødets resolution, er offentliggjort, og der er al mulig grund til at tro, at den endelige udformning, man i løbet af 1968 bliver enige om, kun på enkelte og uvæsentlige områder kommer til at afvige fra denne plan.

I planen taler man om »A Facility Based on Special Drawing Rights«, der normalt omtales som SDR's. Det fastslås allerede i indledningen, at hensigten med systemet er, at møde behovet for et supplement til de eksisterende reserveaktiver, efterhånden som behovet melder sig. Det skal være Den internationale Valutafond, der administrerer ordningen, og det skal ske ved at oprette en række særlige konti, så SDR's ikke blandes sammen med de almindelige trækningsrettigheder, der i forvejen findes i Fonden. SDR's skal fordeles efter de samme kvoter som landene har i valutafonden. Deltagerne er de IMF-medlemmer, der ønsker at tilslutte sig planen.

Når man er blevet enige om at sætte planen i funktion, vil SDR blive tildelt landene for fem år ad gangen, idet man da på forhånd har bestemt, hvor stort det samlede beløb skal være. Dette beløb deles da ud som en vis procentdel af IMF-kvoten til fastsatte terminer.

Da SDR's skal udstedes i takt med behovet, pålægges det IMF's direktører at følge udviklingen i de globale reserver; når man mener at kunne konstatere en bred enighed om, at tiden er inde til at udstede SDR's, skal de fremsætte forslag herom. På samme måde kan direktørerne fremsætte for-

slag om at ændre det tempo og det omfang, hvori trækningsrettighederne bliver tildelt deltagerlandene, hvis en uventet udvikling gør dette ønskeligt.

Alle disse beslutninger tages med 85 pct. flertal; dog er det muligt at træffe afgørelse om nedsættelse af tempoet eller mængden i udstedelse ved simpelt flertal.

Anvendelsen af de tildelte trækningsrettigheder er helt automatisk. Der er ingen, der skal spørges (i modsætning til de trækningsrettigheder, der nu eksisterer), de kan anvendes uden foregående samtykke fra IMF, og det er endda således, at IMF ikke behøver at formidle anvendelsen. De specielle trækningsrettigheder kan anvendes direkte til køb af den ønskede valuta. IMF skal blot have en meddelelse herom, så der kan foretages passende konteringer på de pågældende landes konti. Naturligvis kan også IMF formidle anvendelsen af SDR's, idet det land, der vil anvende sine SDR's hos Fonden, kan købe den nødvendige valuta. Fonden foretager så en tilsvarende opskrivning af kontoen for SDR's hos det land, hvis valuta er blevet solgt.

For at sikre at systemet fungerer gnidningsløst er der dog visse begrænsninger i anvendelsen af de specielle trækningsrettigheder. Den vigtigste regel fastslår, at kun underskudslande må bruge deres SDR's og da kun i en udstrækning, der ikke ændrer sammensætningen af det pågældende underskudslands reserver væsentligt. SDR's kan således ikke anvendes til at opkøbe dollars for derpå at kræve disse indløst i guld. For at forhindre dette, er Fonden naturligvis parat til at gøre forestillinger hos de lande, der måtte forsynde sig mod reglen. Derudover har man også det rent praktiske middel, at man kan beordre lande, der ønsker at anvende deres SDR's, til at trække på det land, der i strid med reglerne har skilt sig af med sine egne SDR's, for dermed atter at give dette lands reserver en passende sammensætning.

Deltagerlandene har dog ikke pligt til at forsyne andre lande med sin egen valuta ubegrænset. Når beholdningen af SDR's svarer til det tredobbelte af landets tildeling, kan man sige stop; men et hvilket som helst land er velkommen til at overskride denne grænse. Franskmændenes fortolkning af dette vil sikkert blive, at et overskudsland kun er forpligtet til at yde andre lande kredit til et samlet beløb på to gange sin egen tildeling. Amerikanerne vil nok fortolke denne paragraf således, at da SDR's er en ny og ubekendt form for reserveaktiv, skal intet land have pligt til at optage mere end en begrænset mængde af denne aktiv i sine reserver.

Et meget spændende punkt i reglerne er pligten til tilbagebetaling (rekonstitution). Der har stået megen strid herom, men kompromisset er blevet, at hvis et medlems gennemsnitlige nettobrug overstiger 70 pct. af det tildelte beløb gennem en femårig periode, skal landet efter periodens udløb præstere sådanne tilbagebetalinger, at det gennemsnitlige nettoforbrug atter kommer ned på 70 pct.

For at gøre SDR's mere attraktive for centralbankerne skal de oppebære en moderat rente og være guldklausulerede.

PLANENS VIRKEMÅDE

Der er flere punkter i denne skitseplan, der måske trænger til at uddybes nærmere. For det første må man slå fast, at det virkelig epokegørende ved planens vedtagelse i »De Ti« sandsynligvis ikke bliver den indflydelse, den kan ventes at få på den praktiske reservedannelse i de nærmest kommende år. Derimod er det principielt skelsættende, at der opnåedes enighed om at skabe kunstige valutaaktiver i takt med behovet. Det er det første forsøg på at skabe valutareserverne bevidst og ikke blot lade dem fremkomme som et biprodukt af en anden proces.

Som sagt skal man ikke vente de største praktiske resultater af planen foreløbig. Den kan tidligst foreligge ratificeret i begyndelsen af 1969, og herefter kan der gå nogen tid, inden man bliver enige om, at der foreligger et behov for udstedelse. Det anses for sandsynligt, at den første tildeling skal være på et sted mellem 1000 og 2000 millioner årligt gennem en femårig periode. Dette ville svare til en årlig ekspansion af reserverne på 1 – 2½ pct., mens verdenshandelen gennemsnitlig stiger med omkring 7 pct. Da tildelingerne skal ske proportionalt med kvoterne i IMF, vil en uddeling på f. eks. 1000 millioner dollars tilfalde USA med 220 millioner dollars, Storbritannien vil få 100, Vesttyskland 53 og Frankrig 45 millioner dollars. Danmark vil blive tildelt 8 millioner dollars svarende til ca. 60 millioner kroner.

Påbegyndelsen af udstedelsen af specielle trækningsrettigheder skal indledes, når der er enighed herom; og denne enighed skal i givet fald være så omfattende, at under 15 pct. af stemmerne vil stemme imod. Det betyder, at skulle EEC-landene som blok modsætte sig en aktivering af planerne, får disse lande deres vilje. På den anden side har disse lande jo været med til at udforme og vedtage reglerne, og der er derfor ingen grund til at tro, at man konsekvent vil søge at sabotere, hvad man møjsommeligt har opbygget. Men ved reglernes vedtagelse og dernæst på IMF's årsmøde i Rio har EEC-landene (altså ikke blot Frankrig) krævet, at det amerikanske betalingsbalanceunderskud skal bringes ned under 1000 millioner dollars, før planen kan aktiveres. Det er endnu uklart, om dette kan nås inden for en overskuelig fremtid, men selvom dette mål ikke opfyldes, er det jo ikke givet, at samtlige Fællesmarkedslande vil kræve dette kriterium opfyldt i al fremtid. Man er kun nogenlunde sikker på, at man ikke får Frankrig til at stemme for aktivering af SDR-planen, før den amerikanske betalingsbalance er kommet helt i ligevægt, og franskmændene går altså noget videre i kravene end de øvrige Fællesmarkedslande. Der kan i det hele taget næppe

herske megen tvivl om, at Paris kun er gået med til »beredskabsplanen« for at opretholde et fælles standpunkt for EEC-landene. Et symptom på den franske mistillid viste sig, da der efter offentliggørelsen af »De Ti«s skitseplan, fremkom en artikel i »Le Monde« underskrevet af Jacques Rueff, den kendte franske pengeteoretiker og formodede »eminence grise« i Elysée palæet. Han beskylder planen for at være det første skridt mod skabelsen af nye og usunde penge, som nationerne kun uvilligt vil modtage, og som vil skubbe verden et skridt videre mod en æra med almindelig inkonvertibilitet og økonomisk kaos. Han fortsætter med at sige, at han ikke kan se nogen mulighed for planens igangsættelse, hvis dette først skal ske, når de amerikanske myndigheder har balanceret deres udenrigsbetalinger, for han kan ikke øjne nogen mulighed for ligevægt på den amerikanske betalingsbalance i en overskuelig fremtid; aktiveres planen før, vil de specielle trækningsrettigheder nok komme til at rangere på linie med de såkaldte Roosa Bonds[2]).

Det virkelig vigtige i denne artikel ligger ikke i Rueffs ræsonnementer, men i den erfaring, at hvad Rueff har tænkt i dag, er de Gaulles ord i morgen. Også i dette tilfælde har begivenhederne siden bekræftet formodningen.

Et af de virkelig store stridsspørgsmål under de langvarige forhandlinger i »De Ti«s gruppe og andre steder har været spørgsmålet om, hvorvidt det, man ønsker at aflaste det eksisterende internationale betalingssystem med, skal være egentlige valutaaktiver – ejede reserver – eller om det blot skal være kreditter. I dette spørgsmål har Frankrig og USA stået særdeles skarpt over for hinanden. Oprindelig foreslog amerikanerne automatiske kreditrettigheder, mens franskmændene arbejdede for egentlige reserveaktiver. Siden foreslog også amerikanerne en form for ejede reserver, men samtidig svingede franskmændene rundt og ville nu kun forhandle om kreditrettigheder. På Münchenmødet for Fællesmarkedets finansministre i midten af april 1967, der blev forløberen for kompromisset senere på »De Ti«s ministermøde, vedtog man, at EEC's delegerede kun ville forhandle om kreditrettigheder, og hermed gav man en indrømmelse til Frankrig. Amerikanerne bøjede sig for dette krav, og SDR's er som navnet siger ikke egentlige reserveaktiver, men trækningsrettigheder. I stedet satte amerikanerne ind på en anden måde, idet man forhandlede sig til rette om at tildele disse trækningsrettigheder en række egenskaber, som kreditrettigheder normalt ikke besidder. De specielle trækningsrettigheder blev for det første *ubetingede* i modsætning til de almindelige eksisterende trækningsrettigheder i Valutafonden, som kun benyttes med Fondens samtykke. For det andet er SDR's *transferable,* hvilket betyder, at de optræder som et almindeligt betalingsmiddel ved udligning af betalingsbalanceuligevægte: Underskudslandet

[2]) Mellemlange, uomsættelige obligationer udstedt af det amerikanske finansministerium. Indgår i visse landes valutareserver.

overfører sine SDR's til overskudslandet mod en tilsvarende sum i overskudslandets mønt, der så kan anvendes til den egentlige betaling. Springer man mellemtransaktionerne over, betyder dette, at betalingsbalanceuligevægten udlignes ved, at de implicerede lande blot beder IMF overføre en passende sum mellem de to landes konti for SDR's.

Normale kreditter skal tilbagebetales på et eller andet tidspunkt; man siger, de skal *rekonstitueres*. Skal likviditeten øges fra år til år, vil fuld tilbagebetalingspligt betyde, at kun en voldsom og vedvarende kvoteforøgelse vil kunne sikre en nettotilgang til den internationale likviditet. SDR-planen opererer med noget i retning af en opdeling i ejede og lånte reserver. Reglen om tilbagebetaling, hvis den gennemsnitlige nettoanvendelse af SDR overstiger 70 pct. over en femårig periode, betyder, at et land, der har fået tildelt 100 millioner dollars SDR's, vil kunne bruge 70 millioner straks efter tildelingen uden nogen sinde at pådrage sig en tilbagebetalingspligt. Bruges samtlige 100 millioner gennem tre år, må landet sørge for at tilbagekøbe 50 millioner i det fjerde år og resten i det sidste år. Det kan også tænkes, at landet det første år får tildelt de 100 millioner dollars SDR's og samtidig sælger sin egen valuta mod yderligere 50 millioner dollars SDR's til et land, der er i underskud på betalingsbalancen. Herefter ligger landet inde med 150 millioner dollars SDR's. Efter et år kan landet tillade sig at sælge samtlige sine SDR's uden at pådrage sig tilbagekøbsforpligtelser i den femårige periode.

Det er klart, at trækningsrettigheder, der er ubetingede, transferable og kun delvis skal rekonstitueres, i meget høj grad har lighed med ejede reserver. Der er derfor et spørgsmål, om den indrømmelse, USA har givet Frankrig ved at gå ind på, at der kun må være tale om kreditter, ikke blot er en tom gestus.

I bestræbelserne for virkelig at få de foreslåede SDR's akcepteret af centralbankerne som et reserveaktiv af samme karat som guld (hvilket ikke er lykkedes med de eksisterende IMF-trækningsrettigheder) foreslår skitsen, at de specielle trækningsrettigheder skal være rentebærende og værdisikrede i forhold til guld.

Der findes altså en tilknytning mellem guld og SDR, men denne forbindelse sigter kun på at bevare de specielle trækningsrettigheders værdi intakt i tilfælde af devalueringer. I tidligere forslag til planer, der skulle sikre en passende international likviditet, har man arbejdet med en helt anderledes nær tilknytning til guldet. Franskmændene arbejdede som sagt i gennem længere tid for et system af CRU (Collective Reserve Units). Planen findes beskrevet i den såkaldte Ossola-rapport, der var udarbejdet af en gruppe nedsat af »De Ti«. CRU skulle være reserveaktiver, der som SDR skulle være guldværdisikrede, men det afgørende var, at skabelsen af disse reserveaktiver skulle være så tæt forbundet med mængden af de guldreserver, der

ligger hos de enkelte lande, at de faktisk skulle fordeles til de enkelte lande i forhold til guldreservernes størrelse. Det ville betyde, at de ikke ville blive fordelt til de lande, der havde behov for flere reserver eller – som SDR – i forhold til den økonomiske betydning af de lande, der deltager i arrangementet; men derimod virke som en ekstra præmie til de lande, der på begyndelsestidspunktet lå inde med specielt store reserver i guld. Som helhed kan man regne med, at de lande, der har virkelig store guldreserver, er de lande, der har mindst brug for yderligere reservetilførsler. Den eneste undtagelse herfra vil være USA, der jo nu gennem mange år har haft underskud på betalingsbalancen. De lande, der virkelig ville få gavn af et sådant system, der jo i øvrigt i nogen henseender minder om en regulær opskrivning af guldprisen, ville være de lande, der har vist mindst samarbejdsvilje under det eksisterende internationale betalingssystem ved drastisk at ændre deres reserveaktivers sammensætning i retning af større guldandel. Det er helt klart, at det mest oplagte eksempel på et sådant land er Frankrig.

Ved vedtagelsen af SDR-planen har man altså undgået at knytte den nye reservedannelse til guldet ved andet end værdisikring. Dette har været en af de indrømmelser, Frankrig har måttet give for at nå til enighed. Også på et andet område har amerikanerne – støttet af lande som Storbritannien, Canada, Japan og Sverige – fået deres synspunkter ført igennem. Jeg tænker her på spørgsmålet om, hvem der skal administrere ordningen, og hvilke lande, der skal deltage i reservetildelingen. Der er næppe tvivl om, at Frankrig – heri støttet af enkelte EEC-lande – oprindelig havde tænkt sig, at ordningen skulle begrænses til en snæver kreds af højt industrialiserede lande som f. eks. »De Ti« samt eventuelt Schweiz, der jo er associeret »De Ti«. Disse franske tanker er altså blevet afvist, og i stedet skal SDR's tildeles samtlige IMF-medlemmer i forhold til deres kvoter, der jo er – eller var – et udtryk for den relative økonomiske betydning af de forskellige lande. Det bliver også IMF, der skal administrere ordningen, mens man fra fransk side havde arbejdet med tanken om at overlade den praktiske side af planen til BIS i Basel.

EN BEREDSKABSPLAN

Planen om de specielle trækningsrettigheder i Den internationale Valutafond er som sagt en plan, der skal sættes i kraft den dag, et kvalificeret flertal på forslag fra Valutafondens direktører stemmer for igangsættelse. Der er altså tale om en slags beredskabsplan, der skal sikre, at likviditeten virkelig kan udvides den dag, der er behov for det, uden at skulle forsinkes af langsommelige ratificationsprocedurer. Tilbage står spørgsmålet om, hvornår man skal anse den internationale likviditet for utilstrækkelig.

Den internationale likviditet er de reserveaktiver, de enkelte lande kan anvende til at udligne betalingsbalanceuligevægte med. Det er de valutareserver, centralbankerne i underskudslande kan bruge til at betale overskudslandene med. Ethvert aktiv, disse overskudslande er villige til at modtage som betaling, kan altså medregnes, mens omvendt aktiver, disse vægrer sig ved at akkumulere, ikke kan medregnes. I øjeblikket opgør Den internationale Valutafond – i sine statistikker – den internationale likviditet som centralbankerners beholdninger af guld, de to reservevalutaer pund sterling og dollar og reservepositioner i Valutafonden selv.

Som det senere skal ses, kan der rettes visse indvendinger mod denne opgørelsesmåde, men selv om man anser disse statistikker som en korrekt indikator for forsyningen med reserveaktiver, står spørgsmålet om behovet for reserveaktiverne stadig uløst tilbage. Helt generelt kan man sige at behovet er opfyldt, når ingen lande tvinges til at deflatere unødigt for at øge reserverne, og landene ikke behøver at lægge store hindringer i vejen for frie internationale kapitalbevægelser. Behovet kan altså siges at være opfyldt, når de fleste lande er tilfredse med de reserver, de har (som jo sikrer en vis elasticitet i systemet), og de ikke fører deflationspolitik på hinandens bekostning.

Man forudsætter normalt, at behovet for valutareserver stiger nogenlunde proportionalt med verdenshandelen. Man tænker sig nemlig, at de sæsonmæssige, de tilfældige og de mindre konjunkturelle uligevægte på betalingsbalancen bliver større efterhånden som verdenshandelen vokser, og handelsbalancerne dermed øges. Da handelsbalancen for hovedparten af landenes vedkommende er bestemmende for betalingsbalanceudviklingen, er det klart, at større handel kræver større reserver, hvis det skal hindres, at udenrigshandelen får lov at øve en alt for destabiliserende virkning på landenes økonomi.

I adskillige år har der været et misforhold mellem stigningstakten i den globale handel og væksten i den internationale likviditet: I 1955 udgjorde reserverne således globalt set 66 pct. af verdenshandelen, mens tallet i 1966 var faldet til kun 37 pct. I og for sig måtte man have ventet, at virkningerne af en sådan udvikling ville være en drastisk nedskæring i vækststempoet i verdenshandelen. Når dette ikke er sket – i hvert fald ikke i større omfang før den allerseneste tid – hænger det nok sammen med, at det ikke er nok at betragte reservernes totale størrelse. Også deres fordeling landene imellem og deres sammensætning på de forskellige arter af reserveaktiver betyder noget. Det er således, at en overflytning af reserver fra lande med meget høje reserver til lande med små reserver virker stort set på samme måde som en forøgelse af den totale reservemængde. Dette hænger sammen med den udligningsmekanisme, der er indbygget i det internationale betalingssystem: For at kunne betale midlertidige underskud på betalingsbalancen, sætter

de fleste lande pris på at opretholde et vist »lager« af reserveaktiver. For at kunne opretholde dette lager, må landene have ligevægt eller overskud på deres betalingsbalance set over en længere periode. I praksis giver dette sig udslag i, at lande med underskud søger at slippe af med dette, mens lande med overskud næppe søger at komme af med dette, selv om et overskud et sted må modsvares af et underskud et andet sted. Konsekvensen af dette er, at tilpasningsproblemerne i den internationale betalingsmekanisme har ligget hos underskudslandene, og derfor har en nedbrydning af de meget store reserver hos enkelte lande betydet, at man har kunnet klare sig med en mindre vækst i de totale reserver end den vækst, der er sket i verdenshandelen. Derfor har en overførsel af reserver fra først og fremmest USA, men også en række mindre udviklede lande som Ceylon, Ghana, Indien, Pakistan, Sudan og Ægypten, der gik ud af anden verdenskrig og den første efterkrig med særdeles store reserver, været en heldig udvikling.

Som sagt har ændringer i sammensætningen af reserveaktiverne også betydning for den vækst, det er nødvendigt at opretholde i reserverne for at kunne hindre restriktioner på kapitalbevægelser og handel. Denne sammensætning kan ændres ved, at en af reservekomponenterne vokser særlig hurtigt eller langsomt. Specielt i de senere år har sammensætningens kvalitet ændret sig i en uheldig retning, idet væksten i guldreserverne er ophørt, og væksten i reserverne af pund og dollars har fået en helt særlig karakter, mens den reelle reservedannelse i Den internale Valutafond svinger særdeles uregelmæssigt.

GULD

Guldet udgør hovedparten af reserveaktiverne, idet centralbanker og internationale institutioner ejer guld til en værdi af ca. 41000 millioner dollars af totale reserver på ca. 71500 millioner dollars. Guldet er temmelig ulige fordelt på lande: Ved udgangen af 1966 udgjorde reservecentrenes (New York og London) guldbeholdning 84½ pct. af deres reserver. For verden som helhed udgør guldreserverne 57 pct. af de samlede reserver, og der må derfor være andre lande, der ligger inde med betydeligt mindre guldandele i deres reserver. Dette er en konsekvens af den eksisterende guldvekselfod, og når et ikke-reserveland har en stor procentdel af sin valutareserve som guld, er det udtryk for, at landet af en eller anden grund føler sig mindre tryg ved at have en overvejende del af sine reserver i form af valutafordringer, der kan nedskrives i forhold til guld. De lande, der ligger inde med en stor procentdel af reserverne i guld, er lande som Frankrig, Schweiz og Vesttyskland.

Guld: Tilgang og anvendelse

millioner U.S. dollars

år	tilgang[1]	Anvendelse		
		industriel og kunstnerisk brug	privat hamstring	tilvækst i guldreserver[2]
1956	1125	245	390	490
1957	1275	240	345	690
1958	1285	265	340	680
1959	1380	280	350	750
1960	1378	375	695	310
1961	1540	380	545	615
1962	1515	390	770	355
1963	1906	390	690	825
1964	1856	520	620	715
1965	1840	560	1070	210
1966	1370	650	760	÷40

Kilde: IMF, Annual Report 1967, side 119.
[1]) Produktion i vestlige verden + Sovjets salg ÷ køb fra Mao Kina.
[2]) Incl. guld hos internationale organisationer.

Mens guldreserverne således absolut set udgør en dominerende del af verdens reserveaktiver, forholder det sig anderledes med væksten i disse reserver. Tilgangen af nyproduceret guld er steget gennem en del år på trods af, at guldprisen i dollar har været uændret siden 1933-34, da USA sidst devaluerede. Guldet stammer fra Sovjets salg og fra produktion i den vestlige verden. Sydafrika er hovedproducenten med en andel på 74 pct. af produktionen i 1966 og en stadig stigende produktion. Til gengæld er dette det eneste land, hvor produktionen er steget noget af betydning. Tilgangen fra mange andre producenter svigter. Som resultat heraf er guldproduktionen ikke steget siden 1965. Hertil kommer, at Sovjets salg, der først og fremmest er bestemt af behovet for kornindførsel til dette område er udeblevet siden 1966. Tages dette forhold i betragtning, må man konstatere, at den årlige tilgang af guld til den vestlige verden toppede i 1963 og siden har befundet sig på et væsentligt lavere niveau (Se tabel). Over for dette udbud har der stået en stadig stigende efterspørgsel fra industri og kunsthåndværk. Denne efterspørgselskomponent er ganske vist vanskelig at udskille fra en anden efterspørgselskomponent, nemlig spekulationsopkøb, men det har dog været muligt at opstille visse skøn over størrelsesordenen. Den internationale Valutafond anslår således på basis af tal fra BIS og U.S. Bureau of the Mint, at de private guldopkøb i hamstrings- eller spekulationsøjemed er steget væsentligt de senere år for i 1966 at være på 3/4 milliard dollars. Det må dog understreges, at disse tal er behæftet med be-

tydelig usikkerhed, og at den private spekulation ikke står alene. Der kan gennem centralbankopkøb forekomme noget, der ligner officielle spekulationsopkøb; men da disse beholdninger tæller med i valutareserverne efter IMF's opgørelsesmetode, skal de ikke behandles nærmere her. Centralbankernes guldbeholdninger stiger hvert år med den mængde guld, der bliver tilbage, når den private efterspørgsel er imødekommet. Dette tal svinger som residualstørrelse en hel del, men gennem de sidste fire år har der været en bemærkelsesværdig konsekvent nedgang i den årlige tilvækst, der endda i 1966 var negativ, således at den officielle globale guldbeholdning sank under niveauet fra året før.

RESERVEVALUTAERNE

En anden komponent i den internationale likviditet er beholdninger af pund, sterling og dollars. Som anført er dette en konsekvens af guldvekselfoden, der principielt fungerer på den måde, at det monetære guld ligger i reservecentrene og udgør disse landes reserver, mens de øvrige landes reserver består af korte fordringer på reservevalutaerne. I et sådant system øges den internationale likviditet, når reservelandene har underskud på betalingsbalancen, som så udlignes med reservelandenes nationale valuta, der akkumuleres i de øvrige lande som reserveaktiver. Det er klart, at dette system kun kan fungere, så længe ikke-reservelandene har fuld tillid til reservevalutaernes værdi. Så snart der opstår mistillid, vil der være en tendens til at søge over i andre aktiver, som man har mere tillid til. Under guldvekselstandard må reservevalutalandene arbejde med konstante betalingsbalanceunderskud, hvis man skal opnå en tilstrækkelig vækst i valutaaktiverne; er betalingsbalanceunderskuddene på den anden side for store eller for langvarige, så fordringerne på reservecentrene begynder at antage betragtelige størrelser i forhold til de guldreserver, der ligger bag, bliver der mistillid til reservevalutaernes værdi, og derfor er der grænser for, hvor megen international likviditet, der kan skabes ad denne vej. Dette er netop, hvad der er sket i de senere år. Sterling-balancerne er for længst hørt op med at vokse, men dollarbalancerne stiger stadig. Det amerikanske betalingsbalanceunderskud fortsætter jo med at have en betragtelig størrelse, så fra amerikansk side er forudsætningerne for yderligere reservedannelse opfyldt; der er blot sket dette, at den amerikanske dollars værdi er blevet draget i tvivl fra forskellig side. Derfor vægrer flere centralbanker sig mod at akkumulere flere kortfristede dollartilgodehavender, og derfor er en af de vigtigste kilder til vækst i den internationale likviditet i efterkrigstiden nu ved at være opbrugt. Som følge heraf er beholdningen af reservevalutaerne stagneret fra 1965 til 1966. Det må noteres, at der er

sket en stigende anvendelse af kreditarrangementer af særlig karakter, således at den reelle og traditionelle reservetilvækst også over en lidt længere årrække har haft aftagende betydning.

RESERVEPOSITIONER

Under disse forhold har væksten i reserveaktiverne altså været baseret på andet end monetært guld og korte dollartilgodehavender. Man har stadig skabt nye reserver, men disse har haft en noget mere flygtig karakter. Det drejer sig om swap-aftalerne omkring dollaren og det britiske pund, det drejer sig om de såkaldte Roosa-Bonds, og det drejer sig om forøgelsen af reservepositionerne i IMF. Der er sket en betydelig udvidelse af kvoterne i IMF, og dermed er denne organisations udlånskapacitet øget, men ved selve kvoteudvidelsen er der ikke sket nogen egentlig reservedannelse, da den trækningsret, der opnås ved kvoteudvidelsen, og som i nogle lande regnes som international likviditet, modsvares af en tilsvarende guldindbetaling, der beskærer de nationale reserver med et tilsvarende beløb.

Når valutafonden tildeler et land en kvote, skal landet indbetale 25 pct. af kvoten i guld og resten i den nationale valuta. Er der ikke rørt ved kvoten, er Fondens beholdning altså 75 pct. Det er relativt nemt at få udbetalt valuta svarende til 25 pct. af kvoten (svarende til guldindbetalingen). Derfor regnes de 25 pct., der normalt kaldes guldtranchen, hos nogle lande med i den internationale likviditet. Trækkes guldtranchen, sker dette i praksis ved, at man indbetaler et beløb i den nationale valuta, og herved bringes IMF's beholdning op på 100 pct. af kvoten, og får udbetalt trækket i den ønskede valuta. Hvis IMF skal støtte et andet land, kan det være, at dette underskudsland ønsker vort lands valuta, som IMF jo har et beløb af. Udbetales der støtte til et andet land i vor valuta, bringes IMF's beholdning af vor valuta ned. Hermed øges vor trækningsret (der jo er næsten automatisk op til 100 pct.), og på denne måde sker der via IMF en betydelig likviditetsskabelse.

Mens reservedannelsen via IMF-trækkene har en varighed, der dog kan gå op til omkring fem år, er likviditetsdannelsen via swap-arrangementerne mere flygtig, idet disse kreditter har en formel løbetid på omkring 1/2 år, selv om de i praksis får lov at løbe noget længere. Disse kreditter virker på den måde, at f. eks. USA og Storbritannien udveksler valuta: Storbritannien modtager 240 millioner dollars, mens USA modtager modværdien heraf, 100 millioner pund. Disse beløb regnes så med i begge landes reserver, der dermed oppustes. Når kreditterne tilbagebetales, sker den modsatte betaling, og reserverne falder altså igen med et beløb, der er det dobbelte af den ydede kredit. På helt tilsvarende måde likvideres reserveskabelsen gennem IMF, når trækkene tilbagebetales.

Som det ses, bliver det en særdeles vanskelig sag rent statistisk at påvise, hvornår der er brug for en udvidelse af den internationale likviditet. Der er tegn på, at der allerede nu bør tilføres nye reserveaktiver, således at der bliver hårdt brug for SDR's når planen engang er ratificeret. Disse tegn, der peger i denne retning, er faldet i forholdet mellem handel og reserver, guldhamstringen og det forøgede brug af specielle flygtige valutaaktiver. Der er dog også enkelte andre forhold, der kan tyde på, at systemet med guldvekselfoden, først og fremmest baseret på dollar, endnu er levedygtigt også uden støtte af kunstige valutareserver. Et sådant forhold er den dollarefterspørgsel, der stadig eksisterer, og den villighed, der stadig findes til at ligge inde med dollar alle andre steder end i de mest industrialiserede landes centralbanker: Euro-dollarmarkedet vokser stadig, og det er stadig muligt for USA at finansiere sit betalingsbalanceunderskud, uden at det i væsentlig grad går ud over guldbeholdningen.

LITTERATURHENVISNING:

Økonomi og Politik 1966 og 1967. IMF: Annual Report 1966 og 1967. BIS: 37. Annual Report.