DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

STERLING-DEVALUERINGEN

En beskrivelse af de forhold, der førte til den engelske devaluering, og en vurdering af hvilke resultater skridtet vil få for England og for resten af verden, kræver en selvstændig analyse af sterlingproblemets to aspekter: Sterlings rolle som international reservevaluta og Englands økonomiske situation.

Opretholdelsen af det internationale betalingssystem syntes at kræve, at sterlingkursen var hævet over enhver tvivl. Devaluerede England under udefra kommende pres, måtte man frygte, at en lignende situation kunne opstå for dollaren, der overfladisk set udviser visse af de samme svaghedstegn som sterling. Resultatet af en tillidskrise, svarende til den som sterling har været ude for, kan ikke overskues. Antagelig ville den medføre et sammenbrud af det internationale betalingssystem, svarende til det, der fandt sted i 1930'erne.

Omvendt syntes enhver løsning på den engelske økonomis stagnationsproblem kun at kunne realiseres, hvis der fandt en justering af sterlingkursen sted i nedadgående retning. Devalueringen ville vel ikke være *tilstrækkelig* til at sikre det ønskede resultat. Men den er uden tvivl *nødvendig,* hvis man tager hensyn til de politiske og sociale begrænsninger, som økonomisk politik er underkastet i virkelighedens verden.

Forkæmpere for opretholdelsen af sterlingkursen har især været at finde blandt finansfolk – ikke mindst inden for centralbankverdenen. Det stadig mere tyngende ansvar for opretholdelsen af det internationale betalingssystem fik i disses øjne forret for den interne engelske økonomi ud fra det synspunkt, at et sammenbrud af det internationale betalingssystem ville resultere i en verdenskrise, der ville udslette de fordele, som England kunne opnå internt ved at devaluere. I stedet for at løse Englands økonomiske problemer, ville disse blive fælleseje for hele den vestlige verden.

Det er især blandt engelske erhvervsfolk og økonomer, der beskæftiger sig med vækstproblemer, at devalueringstanken har vundet genklang. Deres argument baserer sig på den sandhed, at langsigtet tillid til en valuta må være baseret på intern realøkonomisk styrke. Den manglende tillid til sterling kan ikke afvendes gennem den yderligere nedkøling af Englands økonomi, som er forudsætningen for en kortsigtet ligevægt på betalingsbalancen. Alle er klar over, at England før eller senere *må* devaluere. Tilliden vil

først genoprettes, når dette er sket. Opretholdelsen af en uændret sterlingparitet bliver her selve krisens årsag og står som den politik, der uvægerlig må ødelægge det internationale betalingssystem.

Så hårdt har standpunkterne været trukket op. De to synspunkter har krævet forskellige svar. Under tidligere betalingsbalancekriser (i 1956 og 1960/61) syntes man ikke at anse en devaluering for nogen rationel løsning. Men ved udbrudet af den seneste krise, i slutningen af 1964, gjorde en vis usikkerhed sig gældende. Vel undlod regeringen at devaluere, men den undlod samtidig at tage de midler i brug, der på kort sigt kunne bringe krisen til ophør. Denne usikkerhed er baggrunden for, at sterlingkrisen har raset næsten uafbrudt siden Labour-regeringens magtovertagelse i 1964.

Eksistensen af to diamentralt modsatte standpunkter med hensyn til værdien af en sterlingdevaluering gør dog, at man i dag ikke blot kan se paritetsændringen af 18. november 1967 som en ulykkelig hændelse, der burde have været undgået. Den er lige så fuldt et positivt bidrag til at løse den strukturelle krise, som i en lang årrække har belastet den engelske økonomi.

I det følgende vil der nøjere blive gjort rede for baggrunden for strukturproblemet og hvilke muligheder for at løse dette, som devalueringen indebærer. Derpå vil sterlings reservevalutarolle blive behandlet.

Den engelske økonomiske situation – baggrunden

Som reservevalutaland har Englands valutareserver båret en dobbelt byrde. I modsætning til ikke-reservelandes, skal de engelske reserver både finansiere underskud på betalingsbalancens basisposter og samtidig kunne absorbere pludselige skift i de kortfristede internationale kapitalbevægelser, der er resultat af rentedifferencer mellem internationale finansielle centre, af forskydninger i tilliden til valutaen og andre specielle faktorer, der lidt misvisende kaldes »spekulative«.

Samtidig har det engelske erhvervsliv i de senere år haft behov for strukturrationalisering og -modernisering på linje med det, der har fundet sted i Kontinentaleuropa. Det har ikke været muligt for England fuldt ud at deltage i den økonomiske vækst, der i øvrigt har kendetegnet Vesteuropa i perioden efter 1950. Blandt hovedårsagerne kan nævnes, at valutareserverne ikke har været store nok til at fungere som stødpude for de betalingsbalanceunderskud, der naturligt opstår i løbet af en længerevarende vækstperiode. Tabet af reserver har hurtigt rystet tilliden til sterling. Herved er de utilstrækkelige reserver blevet yderligere bebyrdet ved udstrømning af udenlandske korte tilgodehavender fra London.

Valutabeholdningen – målt brutto, dvs. uden at modregne den kortfristede valutagæld, England har til omverden – var omkring 1950 på ca. 1.000 mill. £. I 1960'erne har den fortsat ligget på dette niveau. I mellem-

tiden er Englands import vokset fra 2607 mill. £ i 1950 til 5.954 mill. £ i 1966. Da mulige underskud på betalingsbalancen især er afhængig af importens absolutte størrelse, har der i perioden været behov for en kraftig vækst i reserverne.

England har med andre ord fået mindsket sit råderum for underskud på betalingsbalancens løbende poster. Engelsk økonomisk politik var da også i perioden før labour-regeringens magtovertagelse i 1964 i høj grad indrettet på at holde ligevægt på betalingsbalancen. Dette gjordes gennem den ortodokse »stop-go«politik, der bremsede den økonomiske vækst, når betalingsbalancen viste for store minus, og stimulerede den økonomiske aktivitet, når overskudene begyndte at vokse. I det efterfølgende økonomiske opsving havde importen imidlertid tendens til at vokse hurtigere end eksporten, på grund af de opstemmede behov, der ikke straks kunne tilfredsstilles gennem den tidkrævende indenlandske produktionsstigning. Overskudet på betalingsbalancen forsvandt derfor hurtigt og den påfølgende belastning af de lave valutareserver fremkaldte atter mistillid til sterling. Det blev da atter nødvendigt at slå bremserne i.

Det er imidlertid ikke ubetinget givet, at høj økonomisk aktivitet giver underskud på betalingsbalancens løbende poster. I det korte løb kan det ganske vist ikke undgås, at handelsbalancen tenderer mod underskud. Når økonomien er blevet fuldt beskæftiget, skulle eksporten have muligheder for at kunne stige hurtigere end importen på grund af de omkostningsreducerende faktorer, der optræder ved høj kapacitetsudnyttelse. Erfaringerne fra mange lande i de senere år viser netop, at høj intern økonomisk vækst fremmer den udenlandske konkurrenceevne. Det engelske eksempel modbeviser ikke denne tese. Opsvingene har her sjældent fået lov til at løbe ud over den initiale underskudsfase, på grund af reservetabene.

»Stop-go«politikken har uden tvivl været skadelig for den langsigtede økonomiske vækst i England. Kapacitetudnyttelsen har over perioden som helhed ligget lavere end i lande, der har oplevet en ubrudt vækstperiode. Investeringstilbøjeligheden har under disse forhold ligget under den i Kon-

TABEL 1

Løn-, omkomstnings- og prisudviklingen i en række lande

(Gennemsnt. årlig stigningstakt i pct., 1961–66)

	Timeløn	Lønomk. pr. enhed	Ind. eksportpriser
England	+ 4,7 pct.	+ 2,3 pct.	+ 2,6 pct.
Tyskland	+ 7,9 -	+ 3,3 -	+ 0,9 -
Frankrig	+ 7,3 -	+ 2,0 -	+ 1,8 -
Italien	+ 9,3 -	+ 1,9 -	+ 0,4 -
U. S. A.	+ 3,0 -	÷ 0,2 -	+ 0,6 -
Japan	+ 10,4 -	+ 3,2 -	÷ 1,3 -

tinentaleuropa rådende, hvorfor den modernisering og effektivisering, der har fundet sted i disse landes erhvervsliv, ikke i samme omfang er slået igennem i det engelske.

Dette forhold viser sig at undergrave betalingsbalanceligevægten på længere sigt. Eksporten, der er afgørende for indtægterne på de løbende poster, vil stilles stadig svagere i konkurrencen med varer fra lande, der har haft et bedre vækstmønster.

Et lavere investeringsniveau vil føre til mindre produktivitetsstigninger. For at kunne konkurrere på verdensmarkedet, må de engelske omkostningsstigninger ligge under dets konkurrenters.

Som det fremgår af tabel 1, har udviklingen i de engelske timelønsatser i de senere år ligget betydeligt under niveauet hos alle dets større konkurrenter, bortset fra U.S.A.

Ikke desto mindre er lønomkostningerne pr. produceret enhed steget relativt kraftigt. Japan og Tyskland kan ganske vist opvise endnu større stigninger. Det har dog i disse to lande været muligt at modvirke disse omkostningsstigningers indflydelse på priserne gennem en reduktion af det meget høje profitniveau. Priserne er steget mindre end lønomkostninger pr. enhed. Engelske producenter har omvendt forøget deres priser *udover* stigningen i lønomkostningerne pr. enhed. Dette tyder på, at profitniveauet i udgangssituationen har været for lavt.

For at kunne afsætte deres varer på verdensmarkedet har de engelske eksportører måttet klemme deres profitmargin. Dette reducerer mulighederne for salgsindsats og efterfølgende service – konkurrenceparametre, der ved afsætning af industrivarer er lige så afgørende som prisen. De skuffende profitforventninger ved eksport har uden tvivl gjort den engelske producent mere hjemmemarkedsorienteret og dermed endnu mere afhængig af den indenlandske konjunkturudvikling i sin produktions- og investeringsplanlægning.

Det er således muligt at give en fyldestgørende forklaring på, at den engelske eksport ikke er vokset i samme omfang som andre industrilandes, uden at måtte ty til svævende forklaringer som dårlig arbejdsdisciplin, manglende lederegenskaber og for megen konservatisme i det engelske samfund. Den belastning for den økonomiske vækst, som en for lille valutareserve og dermed en ensidigt betalingsbalanceorientereret økonomisk politik medfører, er forklaring nok.

Man kan således med en vis ret hævde, at resultatet af »stop-go«politikken i sidste ende vil blive det modsatte af det tilstræbte. Nok lykkes det i deflationsperioderne at fjerne underskudet på betalingsbalancen. Men dette sker først og fremmest gennem et fald i importen på grund af den aftagende indenlandske aktivitet og faldende efterspørgsel. I realiteten forringes de underliggende eksportmuligheder også, hvilket afsløres under det påfølgende

TABEL 2

Englands betalingsbalance

(i mill. £)

	1960–64	1965–juli 1967
»Private« sektor:		
Handelsbalancen	÷ 1.293	÷ 657
Usynlige poster	2.667	1.526
Kapitalbetalinger	÷ 278	÷ 145
1. Ialt = »private« basisbalance	1.096	724
»Offentlige« sektor:		
Tjenester	÷ 1.158	÷ 685
Overførsler	÷ 628	÷ 456
Kapitalbetalinger	÷ 473	÷ 157
2. Ialt = »off.« basisbalance	÷ 2.259	÷ 1.298
1 + 2 = Total basisbalance	÷ 1.163	÷ 574

Kilde: International Financial Statistics.

opsving. Konkurrenceevnen på verdensmarkedet forringes i hver »stop«-periode og de senere opsving vil hurtigere og hurtigere føre til fornyet underskud på betalingsbalancen. Enderesultatet for en sådan politik må blive en stadig deflation, hvor landet langsomt sakker bag ud i den almindelige velstandsudvikling.

En analyse af baggrunden for den engelske devaluering vil ikke være fuldkommen, hvis man ser bort fra den politisk motiverede belastning af betalingsbalancen, der udgøres af de offentlige udgifter til udviklingshjælp og til opretholdelsen af militært beredskab uden for landets grænser.

I tabel 2 er den engelske basisbalance (betalingsbalancens løbende poster, overførsler og langfristede kapitalposter) søgt opdelt i en »privat« sektorbalance, hvortil hele handelsbalancen regnes, og en »offentlig« sektorbalance, der overvejende opgør den engelske udviklingshjælp og de oversøiske militærudgifter.

Det fremgår heraf, at den »private« sektor i begge perioder har kunnet udvise en positiv basisbalance. Her har det løbende overskud været stort nok til at finansiere private investeringer i udlandet. Den »offentlige« sektorbalance viser derimod store underskud, således at totalt kommer både løbende balance og basisbalance til at vise underskud.

I den løbende debat om det engelske underskud har man ofte set det argument benyttet, at alene de engelske offentlig btalingsbalancudgifter er skyld i underskudet, mens »forretningen England« udviser overskud.

Det ville uden tvivl også være muligt at reducere underskudet noget gennem en kraftig nedskæring af de offentlige udgifter. Nedskæringen må imidlertid være større end den ønskede besparelse, da de offentlige udgifter i høj grad er medvirkende til at skabe overskudet for den »private«

sektor. En stor del af den engelske udviklingshjælp vender tilbage til England i form af øget eksport, og er altså med til at reducere underskudet på handelsbalancen. Tilsvarende gør sig gældende for en del af de usynlige poster.

Spørgsmålet melder sig, om England har politisk råd til at gennemføre den omfattende reduktion i sine udenlandske engagementer for at opnå en begrænset besparelse for betalingsbalancen. Udviklingen i de senere år, hvor betalingsbalancen er gået efter med lup, tyder ikke på dette.

Perioden fra Labour's overtagelse af regeringsmagten i slutningen af 1964 og frem til sommeren 1967 er tidligere blevet behandlet indgående i »Økonomi og Politik« (Se 1966, nr. 3, s. 359–368 og 1967, nr. 3. s. 318–322). Perioden skal derfor kun kort beskrives her.

I valgåret 1964 var den siddende konservative regering for tilbageholdende med at søge et økonomisk opsving dæmpet i rette tid. Dette medførte et rekordstort underskud på handelsbalancen på 545 mill. £. Den nye regering havde i perioden op mod valget ikke været tilbageholdende i sin udmaling af, hvilken økonomisk situation, landet befandt sig i. Ikke mindst udlandet blev rystet over de afsløringer, som Labour-økonomerne lagde for dagen. Samtidig med regeringsmagten fik Labour derfor en international tillidskrise til sterling. Denne krise har, med varierende intensitet, fulgt sterling i resten af perioden.

Labour-regeringen var gået til valg på et program, der lovede en modernisering af økonomien og balanceret vækst uden pludselige stop. Der herskede uden tvivl bred forståelse for det ødelæggende i en »stop-go« politik. Frem til juli 1966 fulgte man en taktik, der gik ud på at begrænse underskudet på basisbalancen uden for kraftig påvirkning af den indenlandske konjunktur. Importen søgtes fordyret gennem en 15 pct.s særtold, mens eksporten billiggjortes ved refundering af indirekte skatter. Den høje indre efterspørgsel søgtes på forskellig måde dæmpet og kreditten søgtes kanaliseret over til eksportindustrierne.

En række utraditionelle midler til fremme af den økonomiske vækst toges i brug. *Arbejdskraftskatten* betød en subsidiering af eksporterende og importkonkurrerende erhverv, på bekostning af hjemmemarkedserhverv. Dette skulle fremme en tilgang af arbejdskraft uden forøgelse af lønomkostningerne til sådanne erhverv, der havde direkte betydning for betalingsbalancen. *Investeringspræmier* skulle ydes virksomhederne, især i arbejdsløshedsområder.

Selve betalingsbalanceunderskudet søgtes langsomt nedbragt. De fortsatte valutatab – stammende både fra basisbalancens underskud og fra den periodevise udstrømning af kort kapital – søgtes finansieret gennem udstrakt brug af internationale kreditter (se nedenfor).

Det skulle imidlertid vise sig, at regeringen ikke havde magtet at bringe

den indenlandske efterspørgsel ned på et niveau, der var forenceligt med en vedvarende forbedring af handelsbalancen. Dette hang ikke mindst sammen med en stadig forøgelse i befolkningens indtægter, som ikke kunne finde dækning i en langsom indenlandsk produktionsstigning. Både prisniveau og import steg mere end ventet.

Da udsigterne for den engelske økonomi blev offentliggjort i midten af 1966, udløstes den internationale mistillid i et kraftigt pres mod sterling. Regeringen så sig nødsaget til at indføre indgreb over for den private og offentlige indenlandske efterspørgsel, videre foranstaltninger til direkte begrænsning af valutaforbruget samt et løn- og prisstop. Hermed havde den i realiteten forladt sin tidligere linje og var vendt tilbage til sin forgængers »stop-go«politik.

Udviklingen i de følgende 16 måneder, frem til devalueringen i november 1967, må have været særdeles vanskelige for regeringen. Produktionen stagnerede, investeringerne i den private sektor var faldende og arbjdsløsheden viste en kraftig stigning. Et negativt psykologisk klima var opbygget, i indland såvel som udland.

I slutningen af 1966 og i begyndelsen af 1967 indtrådte den for »stop«-perioden så typiske forbedring af handelsbalancen gennem reduktion af importen. Regeringen forberedte så småt en lempelse af de indenlandske restriktioner og forudsagde et betydeligt overskud på betalingsbalancen i 1968. Udviklingen skulle imidlertid modsige denne optimisme.

Handelsbalancens positive udvikling viste sig kun at være midlertidig. Krisen i Mellemøsten, der brød ud i slutningen af maj 1967 ramte den engelske eksport, samtidig med, at importen af olie fordyredes og fragtudgifterne steg. Senere udbrød omfattende havnestrejker i Englands største udskibningshavne, hvilket umiddelbart resulterede i en yderligere forværring af de engelske handelsbalancetal. Frankrigs veto ved den engelske Fællesmarkedsansøgning slettede troen på et økonomisk opsving indenfor overskuelig tid og forøgede mistilliden til sterling.

I denne situation måtte regeringen afskrive muligheden af et større betalingsbalanceoverskud i 1968. Lempelser af den restriktive politik var herved umuliggjort. 9. november 1967 måtte diskontoen tværtimod hæves fra 6 til 6½ pct. Utilfredsheden i fagbevægelsen voksede faretruende og kriselignende tilstande opstod inden for Labours parlamentsgruppe. Under det stærke pres fra de økonomiske og politiske realiteter måtte regeringen omsider kapitulere.

Støtten til sterling

Som handels- og reservevaluta udgør sterling et betydningsfuldt led i de beholdninger af fremmed valuta, der befinder sig uden for centralbankerne

og som først og fremmest udgøres af guld, dollar- og sterlingtilgodehavender.

I perioder med tillid til reservevalutaerne foretrækkes disse fremfor guld. Indskud i form af dollars og sterling forrentes, mens guld intet afkast giver. Er tilliden til reservevalutaerne imidlertid ikke ubegrænset, vil en vis efterspørgsel efter guld gøre sig gældende, i håb om, at en opskrivning af guldprisen (svarende til en devaluering af reservevalutaerne) vil medføre en kapitalgevinst, der overstiger rentetabet.

Eksistensen af to reservevalutaer over for guld virker dæmpende på guldefterspørgslen. Forventes det at pariteten for den ene valuta opretholdes længere end for den anden, vil spekulation mod den svagere valuta fordele sig mellem guld og den stærkere valuta, afhængig af den enkelte spekulants vurdering af tidsintervallet mellem devalueringerne. Dette betyder i realiteten en stærk position for reservevalutalandenes centralbanker, der gennem gensidig støtte kan modvirke de valutatab, der finder sted hos den svagere part.

Under sterlingkriserne siden 1964 har valutaudstrømingen også fortrinsvis rettet sig mod USA og kontinentaleuropæiske lande med angiveligt »stærke« valutaer. Gennem et stærkt udbygget centralbanksamarbejde har det været muligt at recikulere midler, der forlod London til fordel for et af de andre centre. Herved kunne Englands valutareserver i det store og hele opretholdes intakt.

På samme måde har dollaren i presperioder kunnet opnå støtte.

En devaluering af sterling vil i denne situation betyde, at dollaren kommer til at bære et meget stort pres. Muligheden for en dollardevaluering – og hermed uden tvivl en verdensomspændende revaluering af guld – ville blive betragtet som mere sandsynlig. Dette ville øge guldefterspørgslen, der i forvejen havde et sådant omfang, at hele nytilgangen af guld gik til at tilfredsstille den private efterspørgsel. En reduktion af de globale officielle guldbeholdninger vil være faretruende for den nødvendige vækst i den internationale likviditet, der er baseret på de officielle guldbeholdninger.

Udfra det synspunkt at opretholde ordnede forhold på valutamarkederne og at undgå den destruktion af international likviditet, der finder sted ved omfattende omvekslinger af valutatilgodehavender med guld, måtte en devaluering af sterling betragtes som uønsket.

Mistilliden til steringkursen hænger sammen med det lave forhold, der i en længere årrække har været mellem Englands kortfristede valutatilgodehavender og guldbeholdning, og omverdens kortfristede tilgodehavender i England.

Englands kortfristede gæld har i de senere år været omkring fire gange større end valutareserverne. Gælden består dels af sterlingområdets valutabeholdninger, domineret af områdets centralbanker. Beholdningerne har

TABEL 3

Englands sterlinggæld

(i mill. £) ultimo

	1963	*1964*	*1965*	*1966*	*sept. 1967*
Centralbanker	2.294	2.413	2.354	2.620	2.628
Int. organisat.	627	991	1.481	1.656	1.439
Andre (private)	811	676	734	608	608
Ialt	3.732	4.080	4.569	4.884	4.675
heraf til £-området	2.509	2.462	2.363	2.388	2.312

Anm.: Bortset fra lokale myndigheders og finansieringsselskabers gæld. Nettotal.

Englands guld- og valutareserver

(i mill. £) ultimo

1963	*1964*	*1965*	*1966*	*sept. 1967*
942	827	1.073	1.107	1.003

Kilde: Bank of England quarterly review.

været svagt faldende over perioden og afspejler det underskud på betalingsbalancen, som også sterlingområdet som helhed har haft over for omverden. Det kan dog heller ikke udelukkes, at en vis omlægning af sterlingtilgodehavender til anden valuta har fundet sted i løbet af krisen.

Modsvarende dette fald har der dog fundet en betydelig forøgelse sted i den engelske gæld til internationale organisationer og til centralbanker uden for sterlingområdet, i forbindelse med støttearrangementer for sterling. På trods af stigningen i gælden har der kun været en mindre vækst i reserverne fra 1963 til 1967, på grund af det fortsatte betalingsbalanceunderskud. Endvidere skal det fremhæves, at den i tabel 3 foretagne opgørelser slet ikke omfatter de swapkreditter, som Bank of England har aftalt med en lang række centralbanker i forbindelse med den recirkulation af midler, der under kriser strømmer ud fra London.

Det engelske finanstidsskrift »The Banker« har i sit decembernummer (1967) resumeret Englands udestående forpligtelser i forbindelse med den internationale støtte til sterling. Opstillingen indeholder dels de offentliggjorte låneaftaler, andragende ca. 2 mldr. $ eller 684,3 mill. £ (efter devalueringen 798,3 mill. £), dels et skøn over udnyttelsen af swapaftalerne.

Det er ikke blevet oplyst, hvor stærkt disse swapaftaler er udnyttet. Skønnene varierer stærkt, fra 1 mldr. $ i London til 4 mldr. $ i Paris. Givet er det dog, at gælden i forbindelse med sterlingstøtten, som England stod med ved devalueringen, oversteg 3 mldr. $.

Et kortfattet resumé af de støtteaktioner, der siden 1964 er blevet iværksat for at redde sterling, understreger den høje grad af samarbejde, der er vokset frem mellem centralbankerne og internationale institutioner:

25. nov. 1964: Swapkreditter på ialt 3 mldr. $ åbnet hos en række centralbanker.
2. dec. 1964: Engelsk træk på Valutafonden på 1 mldr. $ til tilbagebetaling af korte lån. Trækket skulle være tilbagebetalt senest 1. dec. 1967.
Schweiz, der ikke er medlem af Valutafonden, ydede på egen hånd et lån på 80 mill. $.
12. maj 1965: Endnu et træk, på 1,4 mldr. $, på Valutafonden. Forfalder i 1970. Samtidig schweizisk lån på 40 mill. $.
11. sept. 1965: Swapaftaler på ialt 1 mldr. $ fornys hos andre centralbanker.
13. juni 1966: Baselgruppearrangementet til støtte ved nedgang i de oversøiske sterlinglandes tilgodehavender i London. 1 mldr. $.
13. sept. 1966: Swapaftalen med US Federal Reserve udvides med 600 mill. $ til 1.350 mill. $. Flere centralbanker indgår swapaftaler med Bank of England.
Marts 1967: Baselgruppearrangementet forlænges et år.
10. okt. 1967: En række store schweiziske forretningsbanker yder England et 1-årigt lån på 450 mill. SF (ca. 105 mill. $).
15. nov. 1967: BIS i Basel låner England 250 mill. $ til sidste afdrag på valutafondkreditten af 2. dec. 1964.

Det vides ikke med sikkerhed, hvornår den engelske regering tog sin endelige beslutning om nedskrivelsen af sterling. Det står nu klart, at beslutningen ikke, som oprindelig antaget, blev truffet over hals og hoved. Under forhandlinger mellem Ti-landegruppens ministre i dagene 15.–17. november 1967 forlød det, at England søgte om et yderligere lån på 3 mldr. $. Den engelske regering skulle imidlertid ikke have været villig til at påtage sig de forholdsregler til sanering af økonomien – læs: yderligere deflation – som kreditornationerne satte som nødvendig betingelse for yderligere støtte til sterling. I stedet meddelte England, at sterling ville blive devalueret den følgende dag.

I realiteten var fremgangsmåden dog næppe så dramatisk. Omstændigheder i forbindelse med skridtet tyder på, at England allerede var i fuld

TABEL 4

Den internationale støtte til sterling

	(i mill. $)
Til Valutafonden	1.522
- Schweiz	144
- BIS	250
Ialt lån	1.916
Swapaftaler:	
Med US Federal Reserve	1.350
- Baselgruppen	1.000
- Banque de France	150
- Andre	i. o.

Kilde: Bank of England quarterly review.

gang med underhåndsforhandlinger med de større industrilande om, hvor meget sterling kunne devalueres, uden andre betydende valutaer blev revet med. Beslutningen var altså allerede truffet, lån eller ikke lån. At sådanne forhandlinger har kunnet gennemføres i yderste hemmelighed viser også, at de større industrilande må være nået til den erkendelse, at endnu et forsøg på at redde sterling under de givne omstændigheder måtte være til mere skade end gavn. Det gjaldt nu om at realisere beslutningen med så lidt skade for det internationale valutasystem som muligt.

I realiteten passede alle brikkerne da også fint sammen, da devalueringsbeslutningen blev offentliggjort. Ingen andre betydende lande fulgte sterling. Sammenligner man med situationen omkring tidligere sterlingdevalueringer, får man indtrykket af en velkoordineret aktion.

Forlydender om den engelske låneanmodning i dagene umiddelbart før devalueringen må dels ses som en afledende manøvre for at berolige guld- og valutamarkederne, dels som et oplæg til den engelske premierministers kampagne for at neutralisere de indenrigspolitiske konsekvenser af beslutningen. I sin fjernsynstale efter offentliggørelsen af devalueringsbeslutningen fremholdt han, at England, i stedet for at underkaste sig sine kreditorers åg, havde valgt at bryde fri. »We are on our own now«. Når man tager i betragtning, at England samtidig med devalueringsbeslutningens offentliggørelse anmodede Valutafonden om en beredskabskredit på 1,4 mldr. $, der automatisk vil påføre landet international kontrol med hensyn til udformningen af sin økonomiske politik, står det klart, at åget næppe har været det afgørende for beslutningen.

Engelsk økonomi efter devalueringen

Da nedskrivningen af sterling med 14,3 pct. som ventet ikke fik følge af andre betydende industrilandes valutaer, har England mulighed for at kunne udmønte devalueringen gennem en forbedring af handelsbalancen.

I det omfang den ovenfor anførte analyse af den engelske eksportindustris situation er korrekt, har engelske eksportører nu mulighed for at øge deres profitmargin, udtrykt i sterling, hvis de fastholder deres priser i fremmed valuta. Dette skulle opmuntre til større investeringer i denne sektor af engelsk økonomi og muliggøre en øget salgsindsats og service. Mulighederne for aktiv priskonkurrence er forbedret.

Samtidig vil devalueringen resultere i, at priserne på importerede varer vil stige eller at udenlandske eksportører vil finde deres profitmargin presset ved salg til England.

Imidlertid vil den engelske eksport ikke opnå den fulde gevinst ved devalueringen. I det omfang eksporten indeholder importerede rå- og hjæl-

pestoffer, vil de højere importpriser øge de engelske produktionsomkostninger. Dette skønnes at ville øge eksportpriserne, udtrykt i sterling, med 3–4 pct.

Samtidig har regeringen som omtalt nedenfor reduceret den støtte, der ydes eksporterhvervene og samtidig øget selskabsskatterne. Herved reduceres devalueringsfordelen med yderligere 3 pct.

I gennemsnit kan man da regne med, at engelsk eksport i givet fald skulle kunne afsættes 7–8 pct. billigere på verdensmarkedet. Ved en priselasticitet på 2 som antages at gælde for engelsk eksport, skulle den afsatte mængde kunne øges med 14–16 pct.

Tilsvarende kan man beregne faldet i den engelske importmængde til 5–6 pct. Da et par af Englands største fødevareleverandører selv har devalueret, bliver prisvirkningen på den samlede import mindre end stigningen i værdien af ikke-devaluerede valutaer (der vil være 16,7 pct. ved en 14,3 pct. nedskrivning af sterling). Den beregnede prisstigning er derfor anslået til 10–12 pct. Da en priselasticitet på 1/2 antages at gælde for engelsk import, skulle man nå frem til anførte fald i importmængden.

Tager man hensyn til bytteforholdsforringelsen ved devalueringen, der kommer til at koste ca. 250 mill. £, skulle den engelske handelsbalance på årsbasis kunne forbedres med mindst 500 mill. £.

Forbedringen vil dog ikke kunne slå igennem med det samme, og da England straks vil mærke effekten af de højere importpriser, må man forvente, at handelsbalancen endnu i 1. halvår 1968 vil vise betydelige underskud. Allerede i 1969 skulle overskudet fuldt ud være slået igennem.

Det bør samtidig understreges, at denne positive udvikling må forudsætte, at de engelske pris- og omkostningsstigninger ikke overstiger udlandets. Devalueringsfordelen vil reduceres med 2 pct. for hver procent stigningen i det engelske omkostningsniveau i fremtiden overstiger udlandets.

Da regeringen allerede før devalueringen havde skønnet, at økonomien ville udvise en vækst, der på årsbasis andrager 3 pct., vil den ekspansive effekt, som udgår fra eksportsektoren, hurtigt kunne genskabe det høje interne efterspørgselsniveau, som vanskeliggør opretholdelsen af pris- og omkostningsstabilitet. For at få plads til den ekstra eksportefterspørgsel indenfor det snævre vækstpotentiel, er det nødvendigt at holde den indre efterspørgsel tilbage. Det skønnes, at denne efterspørgselsreduktion må ligge på 1 mldr. £. De herved frigjorte resourcer kan da anvendes i eksportsektoren, uden fare for omkostningsniveauet.

Regeringens strategi opererer dels med en kortsigtet stramning af finanspolitiken og en mere langsigtet plan for tilbageholdenhed på statsbudgettet.

Det kortsigtede program indeholder følgende punkter:

1. Reduktion af forsvars- og civile udgifter på ca. 200 mill. £ i 1968.
2. Præmier i medfør af Arbejdskraftskatten bortfalder for virksomheder

uden for udviklingsområder. Kompensation for erlagte indirekte skatter på eksportvarer ophører. Herved spares yderligere 200 mill. £.

3. Selskabsskatterne forhøjes fra 40 til 42½ pct. Ekstraindtægten er anslået til 95 mill £.

Straks efter devalueringen sattes en række pengepolitiske foranstaltninger i kraft:

4. Diskontoen hævedes fra 6½ til 8 pct.
5. Bankernes udlån til andet end eksportformål begrænsedes, og
6. Afbetalingsbestemmelserne strammedes atter.

På længere sigt vil regeringen nedskære eller udskyde visse offentlige projekter, der er særlig udgiftskrævende:

7. Udbygningen af skolevæsenet vil blive udsat til efter 1970.
8. Sundhedsvæsenet vil begrænse en række gratis ydelser.
9. Mindre vigtige offentlige anlægsarbejder vil blive udskudt, og
10. Militære baser i Mellem- og Fjern-østen vil blive opgivet i 1970.

Det langsigtede program skulle i 1970 betyde en udgiftsformindskelse på 1 mldr. £. Især det sidste punkt vil direkte få indflydelse på den engelske betalingsbalance. Som oven for omtalt har ikke mindst de offentlige løbende udgifter i forbindelse med Englands rolle som verdensmagt været medvirkende til underskudene i de senere år.

Det kortsigtede problem for England bliver i 1968 at begrænse løn- og omkostningsstigninger til et minimum. Prisstigningerne i kraft af importvarernes fordyrelse vil betyde et fald i reallønnen på ca. 3 pct., svarende til en reduktion i den indre efterspørgsel på 500 mill. £. Den engelske indkomstpolitik har ikke haft synderlig succes i perioden efter lønnedfrysningen fra juli 1966–67. Et nyt løn- og prisstop vil ikke være særligt hensigtsmæssigt i perioden efter devalueringen, hvor hele prisstrukturen skal finde sit nye leje. Fagforeningerne vil næppe vise sig samarbejdsvillige i denne henseende, selv om TUC nok vil gå med til en mere moderat lønstigning for at bakke Labourregeringens program op.

USA's nye betalingsbalanceprogram (se nedenfor) vil få en vis negativ virkning på de engelske betalingsbalanceudsigter for 1968. Programmet er imidlertid udformet på en sådan måde, at det tager hensyn til Englands nære erhvervsmæssige tilknytning til USA.

Udviklingen på det internationale valutamarked

Som forventet meddelte en række lande indenfor sterlingområdet straks efter det engelske skridt, at dette ville blive fulgt for deres vedkommende på grund af landenes snævre tilknytning til England. Dette gjaldt således Irland, Gibraltar, Malta, Cypern, den Sydarabiske Føderation, Seychellerne, Malawi, Gambia, Sierra Leone og en række mindre, tidligere engelske om-

råder i Mellemamerika og Caribiske hav [1]). Hong Kong og Fiji fulgte straks England, men revaluerede et par dage senere, så den endelige devaluering blev betydelig mindre. New Zealand og Ceylon devaluerede mere end sterling, med ca. 20 pct.

Uden for sterlingområdet fulgte kun Danmark, Spanien, Israel og Island Englands eksempel. I alle tilfælde var egne økonomiske vanskeligheder hovedårsagen og den engelske devaluering har i højere grad været et påskud end den egentlige årsag til skridtet.

Englands aftagende rolle i verdensøkonomien ses især af, at en række lande inden for sterlingområdet undlod at følge England, selvom disse lande måtte konstatere tab på den betydelige andel af deres valutabeholdninger, de holder i sterling. Dette kan tydes som en begyndelse til opløsningen af sterlingområdet som en økonomisk enhed. En sådan opløsning vil være en lettelse for England under landets forsøg på at vinde indpas som fuldt medlem i Fællesmarkedet.

Guldprisen under tryk

Lykkedes det således de store centralbanker i fællesskab at gennemføre sterlingdevaluringen som en velkoordineret aktion der viser hvor langt man i de senere år er kommet med det multilaterale valutsamarbejde, har udviklingen på det internationale guldmarked i perioden efter devalueringen afsløret en usikkerhed i myndighedernes holdning, der må give anledning til uro.

Som tidligere omtalt i oversigterne over det internationale likviditetsproblem (sidst i »Økonomi og Politik«, 1967, nr. 3, side 308–310) har den private guldefterspørgsel i 1966 og 1967 oversteget tilgangen til markedet af nyt guld. For at fastholde prisen på 35 $ pr. ounce har de store centralbanker igennem guldpool'en i London måtte sælge ud af deres guldbeholdninger.

Som omtalt ovenfor er den private efterspørgsel efter guld i høj grad afhængig af tilliden til opretholdelsen af dollarens guldværdi, i praksis udtrykt ved USA's villighed til fortsat at fastholde guldprisen på det internationale marked. Det rentetab, private udsættes for ved at købe guld kan kompenseres ved en væsentlig forhøjelse af guldprisen, svarende til en devaluering af dollaren. Når efterspørgslen på det internationale guldmarked overstiger det normale udbud fra guldproducenterne, kan prisen kun fastholdes, sålænge centralbankerne er villige til at lukke hullet mellem udbud og efterspørgsel. Når de officielle guldreserver slipper op, må prisen da kunne finde

[1]) Britisk Honduras, Guyana, Jamaica, Bermuda, Trinidad og Tobago, Barbados, Antiqua og Mauritius.

et naturligt leje. Endda er det yderst tvivlsomt, om centralbankerne virkelig er villige til at lade deres lagre tømme. En række europæiske lande har gulddækningsregler for deres seddelomløb, som ikke uden videre kan suspenderes. Størrelsen af centralbankerne guldbeholdning giver derfor intet fingerpeg om, hvornår støtten til guldprisen ophører.

De store industrilande, der gennem Londons guldpool samarbejder om at opretholde guldprisen, har med én undtagelse været enige om nødvendigheden af en fast guldpris, hvis det internationale valutasystem skal opretholdes intakt. Den franske regering har imidlertid i de senere år været tilhænger af en væsentlig forhøjelse af guldprisen. Frankrig har efter USA den største officielle guldbeholdning uden for østbloklandene. Den franske holdning er ikke blevet ved proklamationer. I 1966, da landets valutareserver var voksende, vekslede det sin overskydende dollarbeholdning til guld i USA, til amerikanernes fortrydelse.

Sålænge Frankrig var aktiv deltager i guldpool-arrangementet var denne guldvekslingspolitik en relativ ufarlig provokation. Men siden juni 1967 har Frankrig ikke været villig til at betale sin andel af pool'ens tab. Landet har på grund af udviklingen på sin betalingsbalance i 1967 ikke haft overskydende dollars til guldkøb i USA, og Frankrig tillægger det øjensynlig stor betydning, at landets guldbeholdning ikke reduceres.

Den franske udtræden af guldpool'en som aktivt medlem blev ikke offentliggjort på det tidspunkt og skridtet blev ikke tillagt større vægt. USA overtog landets forholdsvis ringe andel af salget, og pool'en fortsatte sin virksomhed, som om intet var hændt.

Ved offentliggørelsen af den britiske devaluering brød en guldkøbsbølge som forventet frem på markedet. Den kunne forventes at fortsætte indtil det stod klart, hvilke valuta'er, der ville følge England. På dette tidspunkt valgte de franske myndigheder at lade deres manglende støtte til den hårdt betrængte guldpool sive ud til offentlighedens kundskab. En stor fransk avis kunne, foruden denne oplysning fortælle, at pool'en siden Frankrigs udtræden i juni havde tabt guld for 700 mill. $ og at to andre centralbanker havde besluttet at følge Frankrigs eksempel.

Virkningen af disse indiskretioner udeblev ikke. Et par dage senere var pool'ens salg oppe over 100 mill. $. Heroverfor stod en »normal« daglig omsætning på 5 mill. $ i tiden før sterlingdevalueringen.

Frankrig havde opnået at sætte krisen i nær forbindelse med usikkerheden om det internationale betalingssystem. Blandt private var der nu alvorlig tvivl om dollarens fortsatte værdi. Chancen for en udbytterig spekulation meldte sig.

For at fjerne denne usikkerhed, der havde skabt helt usete forhold på guldmarkedet, mødtes centralbankerne fra de aktive guldpoollande (USA, England, Tyskland, Italien, Holland, Belgien og Schweiz) den 26. november

1967 i Frankfurt, hvorfra der udsendtes en officiel erklæring, der fastslog disse landes ubrydelige sammenhold om opretholdelsen af guldprisen på 35 $ pr. ounce og forsikrede om fortsat samarbejde for at opretholde ordnede forhold på guld- og valutamarkedet.

Deklarationen virkede. Efterspørgslen faldt brat, selv om pool'en stadig måtte sælge for at holde prisen. Ingen var dog i tvivl om, at spekulanterne havde trukket sig bort fra markedet.

Det skulle dog vise sig, at de ikke havde trukket sig langt bort. I den højspændte situation skulle der ikke megen officiel kluntethed til for at undergrave tilliden til centralbankernes forsikring. Under et ordinært møde i begyndelsen af december 1967 mellem centralbankchefer hos Bank of International Settlements (BIS) i Basel blev situationen på guldmarkedet diskuteret. Det forlød, at der var blevet forelagt forslag, der skulle standse spekulative køb. Dette syntes at blive understreget ved den amerkanske vicefinansministers tilstedeværelse i et forum, hvor han normalt ikke hørte til. Rygtet lød, at man havde planer om at standse salg fra guldpool'en til andre end centralbanker. Den private efterspørgsel skulle henvises til andre markeder, hvor prisen måtte finde sit eget leje. Dette ville i realiteten betyde, at guldprisen forhøjedes, selv om dollaren ikke officielt devalueredes.

Der blev uden tvivl blandt mange andre muligheder diskuteret et sådant skridt på Baselmødet, men centralbankchefernes indstilling har været negativ. Mødets resultat blev enkle justeringer, der skulle forhindre direkte spekulation, som termins- og kreditsalg af guld. Offentligheden havde imidlertid fået det indtryk, at Frankfurterdeklarationen af 26. november ikke skulle tages alvorlig. Guldpool'ens salg nåede atter op på rekordniveauet, med en omsætning, der oversteg 100 mill. $.

Denne gang måtte der en kraftigere deklaration til at bremse spekulationen. Den 16. december udsendte den amerikanske finansminister og Federal Reserve Boards formand en fælleserklæring, der gentog, at USA sammen med de andre aktive guldpoolmedlemmer stod fast på en uforandret guldpris og at denne ville blive opretholdt på sædvanlig måde gennem guldpoolens intervention på det frie guldmarked. Erklæringen eller de tilstundende julehelligdage bragte atter markedet til ro. Der herskede dog ingen illusioner om, at købspresset var manet i jorden. Den 1. januar 1968 offentliggjorde den amerikanske præsident derfor et nyt betalingsbalanceprogram, der skulle understrege, at der lå realitet bag erklæringen af 16. december.

USA's nye betalingsbalanceprogram

Som før omtalt er det kroniske amerikanske betalingsbalanceunderskud hovedårsagen til den mistillid til dollaren, der vil give sig udslag i stigende

guldefterspørgsel. I modsætning til England har USA et overskud på sine løbende poster, men valutaudgifterne i forbindelse med officielle hjælpeydelser, amerikanske virksomheders udlandsinvesteringer og finansielle institutioners långivning til omverden overstiger de løbende posters overskud. Dette giver omverden en stadig forøgelse af dens dollartilgodehavender. Tilliden til dollarens værdi betyder i denne sammenhæng tro på, at USA vil være villig til at indløse disse dollars med guld til den fastsatte pris. Da omverdens dollartilgodehavender er ca. tre gange større end USA's guldbeholdning, kan man forestille sig en situation, hvor guldbeholdningen slipper op og indløsning derfor umuliggjort. Da dollarbeholdningerne i omverden stiger hvert år og USA's guldbeholdning samtidig mindskes, f. eks. gennem støtten til guldpool'en, må tilliden af sig selv undergraves. USA har i en række år befundet sig i en ond cirkel, hvor betalingsbalanceunderskudet medfører guldtab, f. eks. når andre centralbanker veksler dele af deres stignede dollarbeholdninger om til guld i USA. Disse guldtab øger usikkerheden og USA må da ofre endnu mere guld gennem støtte til guldpoolen.

Siden 1961 har den amerikanske regering søgt at begrænse underskudet på betalingsbalancen. I de senere år er dette forsøg blevet intensiveret. Gennem renteudligningsskat på lån, optaget i USA, frivillige begrænsninger af amerikanske virksomheders udgifter til direkte investeringer i omverden og krav om tilbageholdenhed ved amerikanske finansielle institutioners udlandsaktivitet er det lykkedes at begrænse en del af dollarudstrømningen.

Betalingsbalanceprogrammets besparelser er dog blevet mere end opvejet af den væsentlige forøgelse af USA's udgifter i forbindelse med engagementet i Vietnam. Da regeringen ikke har været i stand til at tilpasse den indenlandske økonomi, så udgifterne på anden måde kunne dækkes – f. eks. gennem en kraftig stramning af finanspolitiken, har underskudet i 1967 været rekordstort. Underskudets størrelse var endnu under stormløbet på det internationale guldmarked ikke kendt og i realiteten ville offentliggørelsen helt slå bunden væk under tilliden til myndighederne, hvis der ikke straks gaves sikkerhed for, at dollarudstrømningen i fremtiden hørte op.

I de seks uger, der forløb fra Englands devaluering til proklamationen af det nye betalingsbalanceprogram, faldt USA's guldbeholdning med knap 1 mldr. $ mod et fald på 250 mill. $ i hele den forløbne del af 1967. Dette svarer til et »run« på dollaren.

I sin forelæggelse af det nye betalingsbalanceprogram den 1. januar 1968 er det forhåbentlig lykkedes den amerikanske regering at komme et endnu alvorligere stormløb i forkøbet. Samtidig med, at præsidenten gav meddelelse om et underskud på betalingsbalancen for 1967 på 3,5–4 mldr. $ – tre gange så stort som i 1966 – fremlagde han en skitse, der i 1968 skulle reducere underskudet med 3 mldr. $.

Skitsen indeholder 5 punkter:

1. Amerikanske virksomheder må ikke eksportere kapital til direkte investeringer i Kontinentaleuropa. I England, Canada og Australien må de årlige investeringsbeløb kun udgøre 65 pct. af de i det foregående år udførte midler. I udviklingslande er der mulighed for at foretage investeringer med kapital, eksporteret fra USA, der ligger lidt over sidste års niveau.
2. Amerikanske finansielle institutioner skal reducere deres långivning til Kontinentaleuropa med 40 pct. og i øvrigt begrænse deres udenlandske kreditgivning mest mulig.
3. Offentlige udgifter til stationering af tropper i Europa og til udviklingshjælp vil blive reduceret.
4. Turistudgifter vil blive søgt begrænset.
5. Handelsbalanceoverskudet vil blive søgt øget, muligvis gennem eksportpræmier og importafgifter, hvilket svarer til en kamoufleret devaluering.

Reaktionerne på det nye amerikanske betalingsprogram har været blandede. England frygter, at saneringen af betalingsbalancen vil blive vanskeliggjort. Frankrig, der ofte har givet udtryk for sin utilfredshed med den amerikanske investeringsvirksomhed i Europa, har reageret overraskende negativt. Derimod har de andre Fællesmarkedslande hilst det amerikanske skridt med tilfredshed, selv om det erkendes, at især Fællesmarkedet vil lide under følgerne.

På guldmarkedet virkede programmet beroligende. Efterspørgslen efter guld er dog ikke ophørt og der er næppe tvivl om, at tilliden til guldprisens fastholdelse først vil være til stede, når USA kan dokumentere at betalingsbalancen nærmer sig ligevægt.

De videre perspektiver for verdensøkonomien, hvis denne ligevægt opnås, er usikre. For at undgå, at likviditetsmangel skal medføre en verdenskrise er det vigtigt, at forslaget om specielle trækningsrettigheder på Valutafonden gennemføres snarest muligt.

P. W.
19. 1. 1968