DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

Englands fortsatte økonomiske vanskeligheder – Den internationale likviditetsdiskussion

ENGLANDS FORTSATTE ØKONOMISKE VANSKELIGHEDER

1.

Baggrunden for Englands nuværende økonomiske vanskeligheder og udviklingen indtil slutningen af 1965 er omtalt i Økonomi og Politik 1965, nr. 4, s. 442–450, og skal derfor kun omtales ganske kort her.

Da arbejderpartiet overtog regeringsmagten i oktober 1964, var der et anseligt underskud på den engelske basis-betalingsbalance (dvs. balancen af løbende betalinger og langfristede kapitalbetalinger). Dette underskud i forbindelse med en udbredt usikkerhed med hensyn til regeringens økonomiske politik bevirkede en kraftig kapitaludstrømning. Da de engelske reserver ikke var store nok til at dække langvarige valutatab, måtte regeringen i de følgende 12 måneder gennemføre en lang række indgreb for at bringe betalingsbalancen i ligevægt og derigennem genskabe tilliden til sterling.

De vigtigste af disse indgreb var:

26. oktober 1964:	Indførelse af 15 pct. ekstra told på import.
11. november 1964:	Forhøjelse af indkomstskatter og benzinafgifter.
23. november 1964:	Forhøjelse af diskontoen med 2 pct. til 7 pct.
8. december 1964:	Henstilling til bankerne om begrænsning af udlånsforøgelsen.
6. april 1965:	Forhøjelse af afgifter på tobak og drikkevarer, indførelse af kapitalvindingsskat samt skærpelse af valutakontrol.
6. maj 1965:	Fastsættelse af et maksimum på 5 pct. for bankernes udlånsekspansion i det kommende år.
3. juni 1965:	Skærpelse af afbetalingsrestriktionerne (i forbindelse med nedsættelse af diskontoen med 1 pct. til 6 pct.).
27. juli 1965:	Nedskæring af de offentlige udgifter, stramning af valutakontrollen.

Tilsammen betød disse foranstaltninger en meget kraftig stramning af den økonomiske politik. Når det var nødvendigt at stramme så mange gange, skyldtes det, at myndighederne fra starten fejlbedømte situationen. Regeringen troede længe, at det var muligt at genoprette ligevægten på be-

talingsbalancen ved forholdsvis blide og langsomtvirkende foranstaltninger. Da virkningen af foranstaltningerne udeblev den ene gang efter den anden, måtte regeringen stramme mere og mere.

Til finansiering af betalingsbalanceunderskuddet og kapitaludstrømningen trak England i alt 2,4 milliarder på Valutafonden. Desuden afsluttedes flere aftaler om store, korte kreditter med en række udenlandske centralbanker.

2.

I efteråret og vinteren 1965 så det ud til, at udviklingen var kommet ind i en roligere gænge. Betalingsbalancen udviklede sig væsentlig bedre end tidligere. I 4. kvartal 1965 androg underskuddet på handelsbalancen kun 23 mill £, og der var et mindre overskud på den løbende balance og på basisbalancen, jfr. tabel 1. Denne udvikling havde en gunstig indflydelse på udlandets tillid til sterling, og dermed på kapitalbevægelserne.

Regeringen følte, at situationen var under kontrol, og så sent som i begyndelsen af marts 1966 erklærede finansminister Callaghan, at han ikke troede, at der ville blive behov for yderligere skatteforhøjelser i den nærmeste fremtid. Det skulle dog snart vise sig, at forbedringerne af situationen var mindre stabil, end regeringen havde håbet.

Det var sikkert regeringens opfattelse i foråret 1966, at de allerede gennemførte forholdsregler ville være fuldt tilstrækkelige til at begrænse det indenlandske efterspørgselspres og derigennem dæmme op for importen og give mulighed for en forøgelse af eksporten. Det var ganske vist åbenbart, at efterspørgselspresset i foråret 1966 endnu var så stærkt som nogensinde.

TABEL 1

Englands betalingsbalance

	1964	1965	1965				1966	
			1. kvt.	2. kvt.	3. kvt.	4. kvt.	1. kvt.	2. kvt.
	Millioner £							
Import (f.o.b.)	5014	5059	1232	1273	1264	1300	1369	1311
Eksport (f.o.b)	4471	4779	1140	1212	1150	1277	1289	1217
Handelsbalance	−543	−280	−92	−61	−104	−23	−80	−94
Usynlige betalinger .	150	176	66	50	−6	66	56	20
Løbende poster ialt .	−393	−104	−26	−11	−110	43	−24	−74
Langfristede kapitalbetalinger	−368	−215	−77	−16	−94	−28	−60	21
Basis balance	−761	−319	−103	−27	−204	15	−84	−53

Kilde: Financial Times, 15. september 1966.

Arbejdsløsheden androg kun 1,1 pct., og der var flere ledige stillinger end arbejdsløse. Regeringen mente imidlertid, at stramningen ville slå igennem på lidt længere sigt – formentlig i løbet af efteråret 1966 eller i begyndelsen af 1967 – og der blev endda fra forskellig side udtrykt frygt for, at virkningerne kunne blive for voldsomme.

Da udlandets tillid til sterling stadig var usikker, ville det være risikabelt blot at afvente at afdæmpningen skulle finde sted. I den mellemliggende tid ville der stadig være underskud på betalingsbalancen, og med de små engelske reserver, var der risiko for en fornyet spekulation mod sterling.

Regeringen søgte derfor at finde frem til en foranstaltning, der kunne dæmpe efterspørgselspresset i en begrænset periode. Det ville i denne situation have været nærliggende at forhøje de direkte skatter – den engelske regering har en stående bemyndigelse til at gøre dette. Af politiske grunde ønskede regeringen imidlertid ikke at gennemføre en skatteforhøjelse. Man valgte derfor i stedet for at indføre en selektiv beskæftigelsesskat (selective employment tax). Denne skat går i princippet ud på, at der lægges en afgift på beskæftigelse af lønnet arbejdskraft i servicefagene. På længere sigt var hensigten med skatten at frigøre arbejdskraft fra servicefagene til den egentlige produktion. Skatten var imidlertid udformet sådan, at den også fik en betydelig finansiel virkning. Efter reglerne skal skatten nemlig indbetales af alle arbejdsgivere, og den refunderes så senere for arbejdere i industrien m. v. Virkningen heraf er, at de engelske arbejdsgivere fra september 1966 må indbetale store beløb, som de senere får tilbagebetalt. Da tilbagebetalingen først sker flere måneder senere, vil der i løbet af efteråret 1966 blive indbetalt ca. 300 mill. £ før refusionsbetalingen begynder til januar 1967.

3.

Efter gennemførelsen af beskæftigelsesskatten var regeringen tilsyneladende igen sikker på, at økonomien ville udvikle sig tilfredsstillende. Selv den langvarige sømandsstrejke fra 16. maj til 1. juli 1966, der betød en ekstra belastning af betalingsbalancen, ændrede ikke denne indstilling.

Tilliden i udlandet var imidlertid ikke så grundfæstet. Det virkede dog beroligende, da det den 13. juni 1966 blev bekendtgjort, at der var afsluttet en aftale om nye, internationale kreditter til England til afløsning af den aftale, som var blevet afsluttet i september 1965. Den nye aftale blev afsluttet med Den internationale betalingsbank i Basel (Bank for International Settlements, BIS) og med centralbankerne i Belgien, Canada, Holland, Italien, Schweiz, Sverige, Tyskland, USA og Østrig. Den franske centralbank, der ikke deltog i arrangementet i september 1965, ville af principielle grunde heller ikke deltage i dette fælles kreditarrangement, men afsluttede denne gang en selvstændig kreditaftale med England. Der er ikke

offentliggjort detaljer om det nye arrangement. Det antages imidlertid i almindelighed at der er tale om kreditter af samme størrelsesorden som i september 1965, dvs. formentlig omkring 1 milliard $. De nye kreditter kan kun anvendes til imødegåelse af fald i udlandets sterling-tilgodehavender, medens de ikke må bruges til finansiering af underskuddet på basisbalancen.

Det viste sig hurtigt, at den forbedring af sterlings internationale stilling, som aftalerne bevirkede, var rent forbigående. Når virkningen blev så kortvarig, skyldes det, at alle nye oplysninger om Englands økonomiske situation var ugunstige. Valutabeholdningen var faldende, underskuddet på handelsbalancen stigende, og lønningerne og priserne fortsatte med at vokse. Virkningen af disse faktorer er sikkert blevet forstærket af meddelelser om, at Valutafonden i slutningen af juni og OECD i begyndelsen af juli diskuterede Englands økonomiske situation, og at opfattelsen både hos Valutafondens embedsmænd og hos de andre OECD-landes repræsentanter var, at de hidtil gennemførte foranstaltninger ikke var tilstrækkelige til at dæmpe det indenlandske efterspørgselspres i en sådan grad, at ligevægten på betalingsbalancen kunne genskabes hurtigt nok. På baggrund af denne enstemmige udenlandske bedømmelse virkede det foruroligende, at den engelske regering så sent som den 10. juli 1966 erklærede, at den ikke anså det for nødvendigt at gennemføre yderligere indgreb. Da valuta- og handelstallene for juni var meget dårlige, var det almindeligt ventet, at diskontoen ville blive forhøjet den følgende torsdag (dvs. den 14. juli), men yderligere indgreb var tilsyneladende ikke planlagt.

Valutasituationen må imidlertid være blevet forværret kraftigt umiddelbart efter den 10. juli, for allerede den 12. juli erklærede finansminister Callaghan i underhuset, at loftet over bankernes udlån ville blive fastholdt, til trods for at erhvervslivet fra september skulle indbetale ca. 300 mill. £ i forbindelse med beskæftigelsesskattens ikrafttræden. Da en forøgelse af bankernes udlånsmuligheder i forbindelse med disse indbetalinger tidligere var blevet stillet i udsigt, var der reelt tale om en kraftig stramning af pengepolitikken.

Den uheldige udvikling må have taget yderligere fart i det næste par dage, for om torsdagen den 14. juli blev ikke blot diskontoen – som ventet – forhøjet fra 6 til 7 pct, men samtidig blev de store bankers bundne indskud i Bank of England fordoblet. Desuden bekendtgjorde premierminister Wilson samme aften, at regeringen ville fremsætte forslag om yderligere indgreb i løbet af 10–14 dage.

Bebudelsen af yderligere indgreb medførte tilsyneladende ingen begrænsning af kapitaludstrømningen, og det blev derfor nødvendigt at fremskynde gennemførelsen mest muligt. Allerede den 19. juli, da Wilson var vendt hjem fra et længe planlagt besøg i Moskva, blev indgrebene fastlagt på et langt og stormfuldt kabinetsmøde.

4.

Regeringens nye og meget omfattende forholdsregler blev bekendtgjort den følgende dag. De omfattede indgreb over for den private og offentlige indenlandske efterspørgsel, foranstaltninger til direkte begrænsning af valutaforbruget samt et løn- og prisstop.

Den private indenlandske efterspørgsel blev begrænset ved en forhøjelse på 10 pct. af omsætningsafgifter, en forhøjelse af indkomstskatterne på større indtægter og en forhøjelse af posttaksterne. Der skete desuden en yderligere stramning af restriktionerne på afbetalingshandelen, og restriktionerne for mindre nødvendigt byggeri blev skærpet.

De offentlige investeringer blev begrænset med i alt 155 mill. £ i finansåret 1967/68.

Direkte valutabesparelse ville blive gennemført ved nedskæring af civile og militære udgifter samt hjælpeydelser med i alt 100 mill. £. Desuden ville regeringen søge at få Tyskland til at dække valutaudgifterne ved at holde engelske tropper i Tyskland. Der indførtes endvidere rationering af valuta til turisme (50 £ pr. person om året), ligesom restriktionerne for overførsler til emigranter og for gaver til udlandet blev skærpet.

Et meget vigtigt led i foranstaltningerne var gennemførelsen af et stop for lønninger og andre indkomster samt for priser. Dette stop skulle være totalt i de første 6 måneder, og i de næste 6 måneder skulle der udvises den største tilbageholdenhed med godkendelse af forhøjelser. Formålet med lønstoppet skulle være at forøge den engelske industris konkurrenceevne over for udlandet.

Efter regeringens skøn vil de forskellige foranstaltninger formindske den indenlandske efterspørgsel med i alt ca. 500 mill. £ om året, svarende til 1½ pct. af nationalindkomsten. Lagt oven på de tidligere gennemførte indgreb, er der herefter ingen tvivl om, at den nuværende stramning, er den kraftigste, som nogensinde er blevet gennemført.

Da der først og fremmest var brug for foranstaltninger, der hurtigt kunne bevirke en forbedring af betalingsbalancen, kan det undre, at flere af indgrebene var af en sådan art, at virkningerne først ville vise sig efter nogen tids forløb, undertiden først langt hen i 1967. Forklaringen er utvivlsomt, at regeringen har gennemført visse indgreb af politiske grunde. Det gælder f. eks. forhøjelsen af skatten på de store indtægter, som først får virkning fra det kommende finansår, og som i øvrigt kun vil give et beskedent provenu. På samme måde må det antages, at prisstoppet først og fremmest gennemførtes for at skabe politisk mulighed for gennemførelsen af lønstoppet. Prisstoppet virker nemlig i sig selv nærmest imod de øvrige foranstaltninger, idet det holder indkomsternes købekraft på et højere niveau, end de måske ellers ville have haft.

5.

Offentliggørelsen af de mange indgreb medførte en kort tid en svag forbedring i sterling-kursen, men det varede tilsyneladende ikke længe, før Bank of England på ny måtte støtte kursen. Det er forbavsende, at selv disse meget drastiske foranstaltninger ikke var tilstrækkeligt til at standse kapitaludstrømningen. Forklaringen må sikkert være, at den engelske regering nu så mange gange havde proklameret, at de økonomiske problemer var løst, at de interesserede parter var blevet skeptiske.

I den officielle meddelelse blev faldet i de engelske valutareserver i juli opgjort til 25 mill. £. Bank of England har imidlertid mulighed for at forbedre den officielle valutastilling ved at trække på forskellige kreditter, og det antages i almindelighed, at der er gjort kraftig brug af denne mulighed i juli. Der er gættet på, at den reelle tilbagegang har andraget op til 200 mill. £.

I begyndelsen af august 1966 meddelte Bank of England bankerne, at udlånsloftet under ingen omstændigheder måtte overskrides, heller ikke selv om bankerne blev nødt til at bryde allerede givne tilsagn om lån. Meddelelsen indeholdt ikke nogen ny stramning, men den understregede – måske især af hensyn til udlandet – hvor alvorligt ment den gennemførte stramning var.

TABEL 2

Finansieringen af Englands betalingsbalanceunderskud

	1964	1965	1965				1966	
			1. kvt.	2. kvt.	3. kvt.	4. kvt.	1. kvt.	2. kvt.
	Millioner £							
Basisbalance	−761	−319	−103	−27	−204	15	−84	−53
Fejl og udeladelser .	27	87	−1	49	1	38	58	−42
Finansieret ved ændring i:								
Guld- og valutareserver	122	−246	−5	−165	13	−89	−203	106
Salg af dollarværdipapirer	–	–	–	–	–	–	316	
Mellemværender med IMF	359	499	−6	503	4	−2	3	
Sterling-indskud m.v.	53	75	−10	−154	198	41	−8	
Forpligtelser i fremmed valuta	226	−130	137	−187	−66	−14	−30	
Diverse	−26	34	−12	−19	54	11	−52	
I alt	734	232	104	−22	203	−53	26	95

Kilde: Bank of England: Quarterly Bulletin, september 1966, og Financial Times, 15. sept. 1966.

Også i august var nedgangen i valutareserverne antagelig større end det offentliggjorte tal på 19 mill. £.

Omkring midten af september afsluttede England aftaler med en række udenlandske centralbanker om et nyt kreditarrangement. Som et led i dette arrangement blev Englands kredit i USA forhøjet med 600 mill. $. Det er endnu ikke offentliggjort andre enkeltheder, men det er kendt, at Frankrig og Japan ikke har villet deltage.

Siden denne aftale blev afsluttet har udviklingen tilsyneladende været lidt bedre. Der offentliggjordes for september en forbedring af valutareserverne på 3 mill. £, og det blev officielt meddelt, at denne forbedring var reel.

6.

Af regeringens mange indgreb var navnlig forslaget om løn- og prisstop genstand for en livlig debat. Det var oprindelig regeringens håb, at løn- og prisstoppet kunne gennemføres frivilligt, blot ved en henstilling fra regeringen til fagforeningerne og arbejdsgiverne. For en sikkerheds skyld fremsatte regeringen dog forslag om en ændring til den løn- og prislov, som allerede var under behandling i parlamentet. I følge ændringsforslaget blev regeringen bemyndiget til at iværksætte et retligt bindende stop for lønninger og priser i et år. Loven blev efter en voldsom politisk debat vedtaget af underhuset den 10. august 1966.

Regeringen håbede i nogen tid, at det ikke ville blive nødvendigt at sætte lovbestemmelsen i kraft. Der var nemlig i fagforeningskredse – og i øvrigt også blandt arbejderpartiets parlamentsmedlemmer – en betydelig modvilje mod at arbejderpartiet skulle gennemføre en legal begrænsning af arbejdernes muligheder for at få højere løn. Det viste sig imidlertid, at det ikke var muligt at gennemføre stoppet ad frivillighedens vej. Regeringen havde valgt at forlange lønstoppet gennemført fuldt ud, dvs. at heller ikke lønforhøjelser, som var vedtaget før den 20. juli, måtte udbetales. Nogle fagforeninger anlagde imidlertid sag mod arbejdsgivere, der efter regeringens henstilling nægtede at udbetale sådanne lønforhøjelser, og i slutningen af september vandt en af fagforeningerne en sådan sag. Da regeringen ikke kunne lægge pres på virksomheder, for at få dem til at lade være med at betale beløb, som de var blevet dømt til at udrede, besluttede regeringen i begyndelsen af oktober at sætte lovbestemmelsen i kraft. Regeringen er herefter bemyndiget til at regulere indkomster og priser i et omfang, som England aldrig før har kendt, ikke engang i krigstid.

Et af de mange problemer, som lønstoppet har rejst, er, hvad der skal ske, når 1-års perioden udløbet i juli 1967. Regeringen har udtrykkelig præciseret, at stoppet kun skulle gælde i 1 år – bemyndigelsen i loven gælder ikke længere – men man håber naturligvis, at der ikke sker en løneksplosion straks efter stoppets udløb.

7.

Den engelske økonomiske situation er i dag meget vanskelig. Den stramme økonomiske politik må nødvendigvis medføre stagnerende produktion og stigende arbejdsløshed. For at genskabe tilliden til sterling har regeringen været tvunget til at acceptere større arbejdsløshed end før. Premierminister Wilson har erklæret, at en stigning i arbejdsløsheden til 1 1/2–2 pct. var acceptabel i en overgangsperiode medens der foregik en overflytning af arbejdskraft til eksportindustrierne m. v.

England har tøvet så længe med at gennemføre tilstrækkeligt effektive indgreb over for det indenlandske efterspørgselspres og løn- og prisstigningerne, at det undertiden ser ud som om de andre store lande, som England i dag er afhængig af, næsten har opbrugt tålmodigheden. Det er således nok i dag et spørgsmål, i hvilket omfang England vil kunne rejse yderligere kreditter i udlandet. Det er på denne baggrund ikke underligt, at der ofte tales om en devaluering af sterling.

Lige fra sin første dag som premierminister har Wilson kraftigt modsat sig en devaluering, bl. a. ud fra den rigtige betragtning, at så længe der er fuld kapacitetsudnyttelse i England, vil en devaluering kun medføre yderligere prisstigninger m. v. Han har formodentlig også regnet med, at en devaluering af sterling ville blive fulgt af de fleste andre lande og således ikke bevirke nogen forbedring af konkurrenceevnen. Det har vel også været af betydning at arbejderpartiet nødig for anden gang efter krigen vil stå som det parti, som devaluerede pundet.

Efter den sidste økonomiske stramning er det næppe sandsynligt, at England skulle blive tvunget til at foretage en devaluering i den nærmeste fremtid.

På lidt længere sigt kan man imidlertid ikke helt afvise muligheden for en devaluering. Den stramme økonomiske politik vil uvægerlig føre til afskedigelser, og det er ikke givet, at de ledige arbejdere uden videre kan absorberes af eksportindustrien. I en sådan situation vil en devaluering måske kunne bidrage til at lette omstillingsprocessen. En forbedring af konkurrenceevnen kan tænkes at blive ekstra påkrævet, fordi den stramme økonomiske politik let vil kunne føre til en langsommere vækst i produktiviteten. Endelig kan det nævnes, at flere lande, bl. a. USA og Frankrig, har erklæret, at de næppe ville følge en sterling-devaluering, dvs. at en devaluering formentlig virkelig vil give England en konkurrencemæssig fordel.

Det er i øvrigt bemærkelsesværdigt, at devalueringsspørgsmålet diskuteres ganske åbent i England i dag. Selv de mest ansete aviser og tidsskrifter skriver nøgternt om argumenterne for og imod.

8.

Der kan måske – efter omtalen af Englands mange økonomiske vanskeligheder – være grund til at understrege, at England ikke er på fallittens rand. England har visse likviditetsvanskeligheder m. m., men det er stadig et rigt land med et stort produktionsapparat og en veluddannet befolkning. Prisniveauet er næppe højere end i de fleste andre lande, og lønningerne er i de senere år steget mindre end de fleste andre steder.

England har imidlertid siden krigen haft en tendens til at have en for stor indenlandsk efterspørgsel, således at der fremkommer et underskud på den løbende balance over for udlandet. Desuden har England investeret meget i udlandet og anvendt store beløb til civil og militær hjælp til andre lande. Alligevel er de betalingsbalanceunderskud, der har været tale om, ikke overdrevent store. Det hidtil største underskud på den engelske basisbalance, knap 800 mill. £ i 1964, er således, når man tager folketallet i betragtning ikke meget større end de underskud, som Danmark havde på betalingsbalancens løbende poster i såvel 1964 som 1965.

Englands betalingsbalanceproblemer forstærkes voldsomt af, at sterling er reservevaluta, og af at valutareserverne er alt for små til at klare denne opgave. Hver gang tilliden til den engelske økonomi svækkes, er der en risiko for, at en del af de store udenlandske sterling-indskud vil blive trukket tilbage, og den deraf følgende nedgang i de engelske reserver bevirker da en yderligere svækkelse af tilliden.

Hvis England kan begrænse efterspørgselspresset og holde pris- og løn-

TABEL 3

Lønninger og priser i England, Fællesmarkedet og Nordamerika

Ultimo	1962	1963	1964	1965
Lønsatser (1958 = 100)				
England	116	119	125	131
Fællesmarkedet	138	149	166	177
Nordamerika	114	118	122	126
Engrospriser (1958 = 100)				
England	107	109	114	118
Fællesmarkedet	106	109	111	113
Nordamerika	100	100	100	104
Forbrugerpriser (1958 = 100)				
England	110	112	118	123
Fællesmarkedet	112	117	121	126
Nordamerika	105	107	108	110

Kilde: International Monetary Fund: Annual Report 1966.

TABEL 4

Englands guld- og valutareserver og sterling-forpligtelser

Ultimo	1963	1964	1965	1966		
				Marts	Juni	Sept.
	Millioner £					
Guld- og valutareserver	949	827	1073	1276	1170	1129
Sterling-forpligtelser ialt	4819	5374	5986	6150	6284	

Kilde: Bank of England: Quarterly Bulletin, september 1966.

stigningerne nede på et rimeligt niveau, er det ikke utænkeligt, at der kan skabes ligevægt på betalingsbalancen uden en devaluering. En løsning af de engelske problemer på længere sigt må utvivlsomt omfatte en konsolidering af udlandets sterling-indskud i England. Disse store indskud, der hurtigt kan tilbagetrækkes, udgør en latent trussel mod de små engelske reserver, jfr. tabel 4. Problemet er allerede blevet drøftet i nogen tid. Det blev således rejst af Italien på Valutafondens årsmøde i 1965, og i september 1966 har den franske finansminister vist interesse for det. En konsolidering af sterling-indskuddene vil imidlertid være ensbetydende med, at sterling ophører med at være reservevaluta. Det er en ændring af vidtrækkende betydning for England, og det er derfor ikke underligt, at tanken endnu ikke er blevet accepteret fra officiel engelsk side.

Problemets betydning er imidlertid blevet understreget af, at to af sterling-områdets mest trofaste medlemmer, Australien og Malaysia, i de sidste måneder er begyndt at tale om, at de ved lejlighed kunne ønske at flytte en del af deres meget store valutareserver bort fra sterling.

DEN INTERNATIONALE LIKVIDITETSDISKUSSION

1.

Baggrunden for den internationale likviditetsdiskussion er en formodning om, at den samlede internationale likviditet ikke i fremtiden vil vokse tilstrækkeligt, og at man derfor kan risikere, at mangel på likviditet vil kunne komme til at hæmme verdenshandelen m. m. Den internationale likviditet består af officielle guld- og valutareserver samt automatiske kreditmuligheder i Den internationale Valutafond. Som det fremgår af tabel 5, er ca. halvdelen af den samlede vækst i likviditeten i de sidste 15 år kommet fra stigningen i andre landes tilgodehavender i USA. Det antages imidlertid, at der ikke i de kommende år vil ske nogen stigning i disse tilgodehavender. Da tilgangen af guld næppe kan forøges – der er snarere en risiko for et yderligere fald, fordi en stigende del af nyproduktionen købes

TABEL 5

Den samlede internationale likviditet

	Officielle valutareserver		Forøgelse 1951–1965	
	Ult. 1951 Milliarder $	Ult. 1965 Milliarder $	I alt Milliarder $	Pct. p. a.
Guld	33.9	41.9	8.0	1.5
Valutatilgodehavender				
i USA	4.2	14.8	10.6	9.4
i England	8.2	6.7	−1.5	−1.5
i andre lande	1.3	1.4	0.1	0.5
I alt	13.7	22.9	9.2	3.7
Automatiske kreditmuligheder i valutafonden	1.7	5.4	3.7	8.6
Tilsammen	49.3	70.2	20.9	2.6

Kilde: International Monetary Fund, Annual Report 1966.

af industrien og af spekulanter – må det forventes, at likviditeten i de kommende år vil forøges langsommere end tidligere.

Ud fra disse forudsætninger har man nu i nogle år diskuteret, hvilke forholdsregler, man burde tage, hvis en langsom vækst i reserverne skulle medføre en mangel på international likviditet. De mere officielle drøftelser har hidtil først og fremmest fundet sted i »De Ti«. (De Ti's officielle betegnelse er »General Arrangement to Borrow«, GAB. Medlemmerne er USA, Canada, Japan, England, Sverige og Fællesmarkedslandene. Schweiz er associeret).

De Ti udsendte i sommeren 1965 en rapport, som klarlagde de forskellige tekniske muligheder for skabelse af ny likviditet. Denne rapport dannede grundlaget for drøftelserne på Valutafondens årsmøde og De Ti's ministermøde i efteråret 1965. De Ti's ministre vedtog dengang at lade deres stedfortrædere fortsætte drøftelserne, men nu med henblik på at finde et grundlag, som landene kunne enes om som basis for en beredskabsplan, der kunne sættes i kraft, når eller hvis der opstod mangel på international likviditet. Samtidig besluttede Valutafonden at lade fondens embedsmænd fortsætte og intensivere deres studier af disse problemer.

Baggrunden for diskussionen og udviklingen indtil efteråret 1965 er nærmere beskrevet i Økonomi og Politik, 1965, nr. 3, s. 341–355.

2.

Valutafondens embedsmænd udarbejdede i den følgende tid to forslag til skabelse af ny likviditet. Det ene forslag gik ud på at forøge landenes

automatiske kreditmulighed i fonden uden at forlange nogen tilsvarende guldindbetaling. Det andet forslags hovedide var oprettelsen af en særlig afdeling af Valutafonden, der på grundlag af indskud fra deltagerlandene skulle udstede særlige reserveenheder. Dette forslag blev anset for det mest fleksible, og derfor det mest anvendelige i det lange løb, men det første forslag havde den fordel, at det kunne gennemføres, uden at Valutafond-aftalen skulle ændres, dvs., at det kunne sættes i kraft forholdsvis hurtigt. De to forslag kunne eventuelt fungere samtidigt. Valutafonden gik ud fra, at alle medlemslande skulle have adgang til at deltage i arrangementerne på lige fod.

Valutafondens forslag er offentliggjort i fondens årsberetning for 1966 (International Monetary Fund; Annual Report 1966). Da fondens bestyrelse ikke har godkendt forslaget, ja knap nok har foretaget en reel behandling af det, understreges det i beretningen, at forslaget er fremsat af fondens administrerende direktør.

3.

Det er interessant, at Valutafonden nu deltager aktivt i likviditetsdrøftelserne. Der er dog ingen tvivl om, at den vigtigste del af denne diskussion også i det sidste år er foregået inden for De Ti.

De Ti's stedfortrædergruppe, der består af højtstående embedsmænd fra landenes finansministerier og centralbanker, har drøftet problemerne på en lang række møder frem til begyndelsen af juli 1966. På disse møder udarbejdedes en rapport, som blev offentliggjort i august 1966 (Group of Ten: Report to Ministers and Governors by the Group of Deputies, 7th July 1966).

Denne rapport indeholder først en oversigt over mulighederne for at forbedre det nuværende valutasystem. I rapportens hovedafsnit gennemgås derefter problemerne i forbindelse med skabelse af nye reserveaktiver, ligesom der gives en oversigt over de vigtigste bestemmelser et eventuelt arrangement må indeholde. Derimod indeholder rapporten ikke noget konkret forslag til en plan til løsning af likviditetsproblemet.

Det fastslås i rapporten, at alle de ti lande er enige om, at der ikke for tiden er mangel på international likviditet, men at det er usandsynligt, at de nuværende kilder til forsyning med likviditet i det lange løb vil være tilstrækkelige til at sikre den nødvendige vækst i reserverne. De ti lande er derfor enige om, at det på et eller andet tidspunkt vil blive nødvendigt at supplere de nuværende reserveformer ved skabelse af nye reserveaktiver.

Der var derimod uenighed om, hvornår man kunne vente, at der ville opstå mangel på likviditet. Nogle lande, især USA og England, mente, at det kunne ske meget snart, og at det derfor var vigtigt hurtigst muligt at få udarbejdet en beredskabsplan, dvs. en plan over, hvordan skabelsen af

nye reserver kunne ske, hvis der skulle blive behov for det. De fleste andre lande fandt det måske mindre sandsynligt, at der skulle opstå mangel på likviditet i den nærmeste fremtid, men de var dog enige i, at det ville være formålstjenligt at begynde udarbejdelsen af en beredskabsplan, ikke mindst fordi udarbejdelsen og vedtagelsen af en sådan plan selv i bedste fald ville tage lang tid, således at det måske ville være for sent at begynde på dette arbejde, når behovet var opstået. Kun Frankrig afviste kategorisk, at det skulle være nødvendigt at udarbejde en sådan plan nu, ja, Frankrig fandt det ligefrem farligt at gøre det, ud fra den betragtning, af hvis først planen eksisterede, ville det være vanskeligere at hindre, at den blev anvendt til skabelse af likviditet, også i situationer, hvor det måske – efter Frankrigs opfattelse – ikke var nødvendigt. Det var ikke blot på dette område, men også på mange andre, åbenbart, at de franske synspunkter, der hele tiden havde været ultra-konservative, var blevet skærpet yderligere efter at Giscard d'Estaing var blevet skiftet ud med Debré som finansminister.

Der var også uenighed mellem de ti lande på flere andre områder. Det vil føre for vidt her at omtale alle disse punkter, men et enkelt vigtigt problem bør dog nævnes. Det er spørgsmålet om, hvem der skal afgøre, hvornår og i hvilket omfang der skal skabes ny likviditet. Der findes her to principielt forskellige opfattelser. De kontinentaleuropæiske lande mener, at man først og fremmest må sikre sig, at et arrangement ikke bliver inflationsskabende. De mener derfor, at afgørelsen bør lægges i hænderne på en lille gruppe finansielt betydningsfulde lande, f. eks. de nuværende deltagere i De Ti, idet disse lande må formodes at have større ansvarsfølelse end andre lande. De mener desuden, at likviditetsskabelsen kun bør finde sted, hvis der er en høj grad af enighed om det inden for gruppen. Reelt betyder dette standpunkt, at de kontinentaleuropæiske lande vil forbeholde sig ret til at standse enhver likviditetsskabelse, hvis ikke de finder den rimelig. – Den anden opfattelse af dette spørgsmål har som udgangspunkt, at det må sikres, at likviditetsskabelsen ikke bliver utilstrækkelig fordi et enkelt eller nogle få lande blokerer beslutningerne. Denne opfattelse har bl. a. USA, England og vel de fleste lande uden for De Ti. Disse lande mener derfor, at afgørelsen må henlægges til et bredere forum, f. eks. Valutafondens bestyrelse. De fleste af disse lande synes dog at være villige til at acceptere, at der gives de finansielt stærkeste lande særlig indflydelse på afgørelserne. Når de kontinentaleuropæiske lande alligevel ikke under nogen omstændigheder vil acceptere, at afgørelsen skal træffes i Valutafonden, skyldes det tilsyneladende, at man frygter, at det vil være vanskeligere at modstå et pres for skabelse af yderligere likviditet, hvis sagen bliver diskuteret i Valutafondens bestyrelse, hvor i princippet alle lande er repræsenteret.

Selv om der således på mange – og afgørende – punkter er uenighed mellem De Ti, må det dog fremhæves, at der i rapporten er opnået fuld enig-

hed om et spørgsmål af stor betydning. Det drejer sig om, hvilke lande, der skal have del i en eventuel likviditetsskabelse. Det så længe ud til, at De Ti ville søge at forbeholde fordelene for sig selv, eller i hvert fald for en lille gruppe lande, men i rapporten slås det nu fast, at alle lande, som er medlemmer af Valutafonden, skal have adgang til at deltage, og at den skabte likviditet skal fordeles til landene efter et objektivt kriterium, f. eks. landenes kvoter i Valutafonden.

4.

Rapporten fra De Ti's stedfortrædere blev godkendt på et ministermøde i De Ti i slutningen af juli 1966. Stedfortræderne blev samtidig instrueret om at fortsætte studierne. De Ti's ministre foreslog endvidere, at stedfortræderne i den kommende tid skulle afholde en række møder sammen med Valutafondens bestyrelse. Dette forslag blev godkendt på Valutafondens årsmøde i slutningen af september 1966, og det første af fællesmøderne vil antagelig blive afholdt inden årets udgang.

Efter offentliggørelsen af De Ti's rapport erklærede den amerikanske finansminister Fowler, at han håbede og troede, at fællesmøderne ville føre til udarbejdelse af en konkret beredskabsplan inden næste sommer. Til trods for denne amerikanske optimisme, bør man nok ikke vente sig for meget af disse møder, bl. a. fordi hverken De Ti's stedfortrædere eller Valutafondens bestyrelse er bemyndiget til at træffe aftaler om konkrete arrangementer.

De internationale likviditetsforhandlinger er i de sidste måneder tilsyneladende foregået i en mere spændt atmosfære end tidligere. Det er formentlig navnlig de meget skarpe franske synspunkter, som belaster forhandlingerne. Der er således ingen tvivl om, at det var Frankrigs skyld, at De Ti ikke kunne blive enige om at give stedfortræderne en konkret arbejdsopgave, f. eks. udarbejdelsen af et forslag til en beredskabsplan, men måtte nøjes med at instruere dem om at fortsætte studierne. Det er også karakteristisk, at Frankrig ikke støttede de øvrige ni landes forslag om afholdelse af fællesmøder med Valutafonden. Det ser dog ud til, at de franske repræsentanter alligevel vil deltage i møderne.

Den dybtgående uenighed mellem landene om de principielle spørgsmål giver sig også udslag i de små ting. Der var således en større strid om, hvor forhandlingerne mellem De Ti og Valutafonden skulle foregå, og hvem der skulle lede møderne. Man arbejdede sig efterhånden frem til et kompromis, hvorefter hvert andet møde skulle holdes i Washington under ledelse af Valutafondens chef Schweizer og hvert andet i Europa under ledelse af formanden for De Ti's stedfortrædere, tyskeren Emminger.

5.

På Valutafondens årsmøde i sidste uge af september 1966 blev der som sædvanligt holdt taler af en lang række centralbankchefer og finansministre. Ingen af talerne indeholdt væsentlige nye synspunkter.

Et af de mere interessante indlæg blev afgivet af den franske finansminister Debré, der trak de franske synspunkter skarpt op. Han hævdede bl. a., at det internationale likviditetsproblem ikke var af praktisk betydning i dag. Det eneste, som var nødvendigt, var, at landene førte en fornuftig betalingsbalance-politik.

Den amerikanske finansminister Fowler talte bl. a. om USA's betalingsbalanceproblem. Han hævdede, at USA var i stand til at fjerne underskuddet på betalingsbalancen, men man ville gerne gøre det uden at gøre brug af drastiske indgreb. Han opfordrede derfor overskudslandene til at lette løsningen af problemet ved at åbne deres kapitalmarkeder for udenlandske lån, og han antydede, at USA – hvis overskudslandene ikke fulgte denne opfordring – kunne blive nødt til at stramme reglerne for kapitalbetalinger til overskudslandene.

De nordiske lande har i store træk samme indstilling til de internationale likviditetsproblemer. De gav udtryk for denne indstilling på årsmødet i et indlæg som blev afgivet af den finske centralbankdirektør Klaus Waris på alle de nordiske landes vegne. I dette indlæg blev det bl. a. fremhævet, at det måtte anses for nødvendigt at finde et supplement til de nuværende internationale reserver, og at den bedste metode forekom at være skabelsen af nye reserveenheder efter behov. Det fremhævedes, at de nordiske lande mente, at det var meget vigtigt at begynde at udarbejde en beredskabsplan nu, i betragtning af den tid det ville tage at få de tekniske og legale detaljer ordnet.

6.

Sideløbende med De Ti's og Valutafondens undersøgelser af problemerne i forbindelse med skabelse af international likviditet, har OECD foretaget en undersøgelse af et beslægtet emne, idet man siden efteråret 1964 har drøftet, hvordan man kunne forbedre tilpasningsprocessen (the adjustment process), dvs. den proces, som genskaber ligevægt på betalingsbalancen. Denne undersøgelse påbegyndtes på opfordring af De Ti's ministre som et supplement til undersøgelsen af mulighederne for forøgelse af den internationale likviditet. Undersøgelsen er foretaget af arbejdsgruppe nr. 3 (Working Party no. 3) under OECD's komité for økonomisk politik (Economic Policy Committee). Efter langvarige og vanskelige forhandlinger udsendte arbejdsgruppen en rapport om spørgsmålet i august 1966. (The Balance of Payments Adjustment Process, A Report by Working

Party No. 3 of the Economic Policy Committee of the OECD, August 1966).

Årsagen til, at De Ti ønskede dette problem undersøgt var først og fremmest en udbredt utilfredshed med de meget langvarige betalingsbalanceunderskud i USA og England. Flere lande har sikkert følt, at det ville være farligt at skabe yderligere likviditet, så længe store lande ikke var i stand til at genskabe ligevægten på deres betalingsbalance inden for et rimeligt tidsrum. Der er derfor en nøje sammenhæng mellem landenes indstilling til dette spørgsmål og deres vilje til at gå ind for planer om skabelse af ny likviditet. Behovet for international likviditet er i høj grad afhængig af, hvor effektiv tilpasningsprocessen er. Jo hurtigere et land er i stand til at eliminere et underskud eller overskud på betalingsbalancen, desto mindre reserver har landet naturligvis brug for. En effektivisering af tilpasningsprocessen vil derfor udskyde det tidspunkt, da det bliver nødvendigt at skabe ny likviditet.

Rapporten indfriede langtfra alle de forventninger, der fra visse landes side var stillet til den, idet den ikke giver præcise anvisninger på, hvilke forholdsregler et land bør tage, når det kommer i betalingsbalancevanskeligheder. Udformningen bærer mange steder tydeligt præg af at være resultatet af et kompromis. Som eksempler kan nævnes, at der i afsnittet om regler for den almindelige økonomiske politik findes udtalelser som: »Der er enighed om, at det må være finans- og pengepolitikkens hovedformål at fastholde et efterspørgselsniveau, som hverken er for stort eller for lille«, eller »der er enighed om, at det er vigtigt, at den indenlandske likviditetsskabelse hverken er for stor eller for lille«.

Rapporten bringer dog i andre afsnit udtalelser af større betydning. Det er således interessant, at det fastslås, at det ikke blot er underskudslandene, der må gennemføre forholdsregler for at få fjernet underskuddet, men at overskudslandene på samme måde bør bestræbe sig på at få overskuddet afviklet. Det er også af en vis interesse, at det i rapporten siges, at der kan være situationer, hvor et land, som har underskud på betalingsbalancen, fordi dets internationale konkurrenceevne er for dårlig, med fordel kan devaluere. Det understreges dog, at en devaluering kun har mulighed for at blive en succes, dersom der forinden findes ledig kapacitet, som kan anvendes til en udvidelse af eksporten, og dersom devalueringen ikke omgående fører til stigende priser og indkomster.

I rapporten fremhæves det – som man kunne vente – at direkte regulering af de løbende betalinger til eller fra udlandet kun kan retfærdiggøres i ganske særlige tilfælde som en midlertidig foranstaltning, og kun såfremt der samtidig træffes andre mere langsigtede forholdsregler. Det er derimod interessant, at indstillingen til restriktioner for kapitalbevægelserne er mere fleksibel. Det konstateres ganske vist, at en høj grad af frihed for

kapitalbevægelser er ønskelig, men det siges også, at der er en vis forståelse for, at visse kapitalrestriktioner kan være nødvendige af hensyn til den indenlandske pengepolitik.

I en kommentar til denne rapport har De Ti's ministre erklæret, at det vil være både nødvendigt og muligt at forbedre tilpasningsprocessen, og at det derfor ville være værdifuldt at fortsætte studierne. Arbejdsgruppen vil derfor fortsætte arbejdet med dette spørgsmål.

7.

Resultatet af det sidste års intensive drøftelser af det internationale likviditetsproblem kan umiddelbart forekomme beskedent, men det må dog ikke overses, at der er skabt yderligere klarhed over en række spørgsmål. Drøftelserne er nu så vidt fremskredne, at et arrangement til skabelse af ny likviditet forholdsvis hurtigt vil kunne etableres, såfremt det skulle blive nødvendigt – og såfremt der er politisk vilje til det.

Der er også grund til at fremhæve, at selv om det går langsomt med at løse de principielle problemer omkring skabelsen af ny likviditet, så har det i praksis vist sig, at der kan skabes likviditet for milliarder af dollars på forbavsende kort tid. Denne likviditetsskabelse har i hovedsagen haft to former.

Det har for det første vist sig muligt at rejse kreditter til fordel for et land i et omfang og i et tempo, som man næppe tidligere havde troet muligt. England har nu flere gange afsluttet aftaler med et antal større centralbanker m. v. om kreditter på omkring 1 milliard $ – en enkelt gang endda på 3 milliarder $ – og også Italien har været i stand til at rejse et stort beløb hurtigt. Der er i disse tilfælde som regel tale om kortfristede kreditter med en løbetid på nogle måneder, men det engelske tilfælde har vist, at de kan forlænges eller fornyes, når der virkelig er behov for det.

Kreditarrangementer af denne type må arrangeres fra tilfælde til tilfælde. Der findes imidlertid også en mere permanent form for likviditetsskabelse i det system af swap-aftaler, som USA's centralbankmyndighed (Federal Reserve) har afsluttet med centralbankerne i en række lande. Disse aftaler går ud på, at begge aftaleparter stiller en kredit til rådighed for medparten. Begge får således sine kreditmuligheder forøget. Ved aftalernes etablering har interessen vel nok normalt været på USA's side, men aftalerne er også flere gange blevet udnyttet af den anden part. Således har f. eks. England, Canada og Italien trukket på dem. Det er da også interessant, at England, der oprindeligt kun modvilligt gik ind på at afslutte en aftale på 50 mill. $, siden har forhøjet beløbet flere gange, sådan at aftalen med England i dag er langt den største med et kreditbeløb på 1350 mill. $.

USA begyndte at opbygge disse aftaler i 1962. Ved udgangen af 1962 var de samlede kreditter 900 mill. $. I løbet af 1963 blev de forøget til godt

TABEL 6

USAs swap-aftaler

	Aftalebeløb				
	Ult. 1962	Ult. 1963	Ult. 1964	Ult. 1965	Efter 13.9. 66
	Millioner $				
Aftaler afsluttet med centralbanker i					
Belgien	50	50	100	100	150
Canada	250	250	250	250	500
England	50	500	750	750	1350
Frankrig	50	100	100	100	100
Holland	50	100	100	100	150
Italien	150	250	250	450	600
Japan	–	150	150	250	450
Schweiz	100	150	150	150	200
Sverige	–	50	50	50	100
Tyskland	50	250	250	250	400
Østrig	50	50	50	50	100
Bank for International Settlements (BIS)	100	150	150	300	400
I alt	900	2050	2350	2800	4500

Kilder: European Monetary Agreement: Seventh Annual Report of the Board of Management, 1965, Paris, August 1966, og The Economist, 17. sept. 1966.

2 milliarder $. Derefter voksede de forholdsvis langsomt, og endnu i sommeren 1966 beløb de sig til 2,8 milliarder $. Den 13. september 1966 gennemførtes imidlertid en række store forhøjelser, der bragte det samlede beløb op på 4,5 milliarder $. Aftalerne må betragtes som beredskabsarrangementer, der kun udnyttes når der er behov for det. De afsluttes som regel for et år ad gangen, men alle aftaler er hidtil blevet forlænget ved deres udløb. Alle de andre medlemmer af De Ti deltager i swap-aftalerne, Frankrig dog kun med 100 mill. $. Desuden er der afsluttet aftaler med Schweiz, Østrig og Den internationale betalingsbank i Basel (Bank for International Settlements, BIS). Se i øvrigt tabel 6.

Disse kortfristede kreditter gør det naturligvis ikke overflødigt at søge at få etableret et system, som kan skabe permanent ny likviditet i det omfang der er behov for det, men de virker som en nødhjælpsordning, og teknikken har vist sig at fungere forbavsende godt.

H. D.

17.10. 1966.