DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

Det internationale betalingssystem

Forhøjelsen af kvoterne i Valutafonden – Forlængelsen af »De Ti« – Englands træk på Valutafonden – Den internationale likviditets størrelse og sammensætning – Er den internationale likviditet tilstrækkelig? – Hvordan den internationale likviditet kan forøges.

I slutningen af september 1965 afholdtes i Washington to møder af stor betydning for det internationale finansielle samarbejde. Den internationale Valutafond (International Monetary Fund, IMF) holdt sit årsmøde med deltagere fra de mere end hundrede medlemslande, og umiddelbart forinden havde »De Ti«s ministre og centralbankchefer holdt møde for første gang i et år. Som det kunne ventes, blev der ikke på møderne fremsat nye revolutionerende ideer eller vedtaget beslutninger af større rækkevidde. Møderne har alligevel været af værdi, ikke mindst fordi de forskellige landes repræsentanter benyttede anledningen til at præcisere deres stilling til hovedemnet: Det internationale likviditetsproblem.

I det følgende gives først nogle oplysninger om forhøjelsen af kvoterne i Valutafonden, forlængelsen af »De Ti« og Englands træk på Valutafonden. På baggrund af disse praktiske oplysninger gives derefter en oversigt over diskussionen om de internationale likviditetsproblemer.

FORHØJELSEN AF KVOTERNE I VALUTAFONDEN

På Valutafondens årsmøde i Tokio i september 1964 vedtoges det at lade fondens bestyrelse overveje spørgsmålet om justering af medlemmernes kvoter. Der var dengang ikke enighed om, hvor store forhøjelserne skulle være. Navnlig Frankrig var indstillet på at nøjes med en beskeden forhøjelse. Efter nogen tids forhandling nåede man frem til et forslag om dels en generel forhøjelse på 25 pct. af alle kvoter, dels ekstra store forhøjelser for 16 lande, hvis kvoter af forskellige grunde hidtil havde været forholdsvis for små.

Dette forslag vedtoges af fondens bestyrelse den 26. februar 1965 og blev derefter sendt ud til afstemning blandt medlemslandene, idet det kun træder i kraft, hvis medlemslande med mindst 2/3 af den samlede kapital stemmer for forslaget. Det blev oprindelig fastsat, at stemmerne skulle afgives senest 25. september 1965, men da det viste sig, at denne frist for mange landes vedkommende var for kort til, at kvoteforhøjelsen kunne vedtages af parlamenter m. v., er fristen blevet forlænget med 6 måneder.

For at kvoteforhøjelsen kan blive effektiv for et medlemsland, må det indbetale 25 pct. af forhøjelsen i guld og resten i sin egen valuta. Da det vil kunne volde vanskeligheder for nogle lande at foretage yderligere guldindbetaling, fordi deres internationale reserver i forvejen er små, er der åbnet mulighed for, at denne indbetaling kan ske i rater over 5 år. Guldindbetalingerne vil antagelig skabe særlige vanskeligheder for reservevalutalandene, dvs. USA og England, fordi mange lande vil anvende en del af deres valutareserve til køb af guld i USA. Kvoteforhøjelsen vil derfor betyde, at de udenlandske $- og £-reserver vil blive formindskede, og at Englands og USA's guldbeholdning vil falde. For de fleste lande vil dette ikke medføre problemer, idet et lands ret til automatisk at trække på Valutafonden forøges i samme omfang, som dets valutatilgodehavende falder, således at landets samlede liktivitet ikke forringes. For USA's og Englands vedkommende vil en yderligere formindskelse af deres guld- og valutareserver imidlertid komme meget ubelejligt. For i nogen grad at afbøde denne virkning, er det besluttet, at Valutafonden kan anvende op til 500 mill. $ til køb af reservevalutaer mod guld og til deponering af guld i USA og England.

I slutningen af september 1965 havde 43 medlemslande med i alt 59 pct. af de samlede kvoter stemt for forslaget. Efter at den franske nationalforsamling i oktober 1965 har godkendt den franske kvoteforhøjelse, er det givet, at forslaget bliver vedtaget. Hvis samtlige lande vedtager forhøjelsen, vil de samlede kvoter vokse fra knap 16 milliarder $ til over 21 milliarder $.

FORLÆNGELSE AF »DE TI«

Aftalen om »De Ti« (General Agreement to Borrow, GAB) trådte i kraft den 24. oktober 1962. Aftalen går som bekendt ud på, at ti store industrilande (USA, England, Fællesmarkedslandene, Canada, Japan og Sverige) har erklæret sig villige til at stille beløb på op til i alt 6 milliarder $ til rålighed for Valutafonden, hvis denne har brug for at få sine beholdninger af de vigtigste valutaer forøget i forbindelse med træk på fonden. Schweiz, som ikke er medlem af Valutafonden, er senere blevet associeret »De Ti«.

Aftalen blev afsluttet for en periode af 4 år, dvs., at den ville udløbe i

efteråret 1966. På mødet i september 1965 vedtog »De Ti« imidlertid at forlænge aftalen i yderligere 4 år, dvs. til oktober 1970. Da de internationale likviditetsproblemer for tiden er helt uafklarede, foretoges der ingen ændringer i aftalen, men det fastsattes, at der inden udgangen af 1968 skal gennemføres en undersøgelse af, om der til den tid er behov for ændringer. En ansøgning fra Østrig om optagelse i »De Ti« blev afvist, fordi man ikke i øjeblikket ønskede at udvide medlemskredsen.

ENGLANDS TRÆK PÅ VALUTAFONDEN

Valutafonden har haft en meget aktiv periode siden årsmødet i september 1964. De mest betydningsfulde transaktioner har været kreditterne til England. Allerede i august 1964 havde England fået forlænget det beredskabsarrangement (stand-by arrangement), hvorefter det uden yderligere varsel kunne trække 1 milliard $ på fonden. Den svigtende tillid til den nye engelske regering medførte i løbet af efteråret en stærk kapitaludstrømning og en forskydning i de kommercielle kreditter i ugunstig retning. Det blev derfor ret hurtigt nødvendigt for England at udnytte kortfristede kreditter på 1 milliard $ hos en række centralbanker. Da der ikke var udsigt til, at kapitalstrømmen ville vende igen, trak England i december 1964 1 milliard $ på Valutafonden og anvendte beløbet til at tilbagebetale de korte kreditter. Træk på Valutafonden skal tilbagebetales i løbet af 3–5 år.

Selv om Valutafonden ville have været i stand til at finansiere dette træk med de valutabeholdninger, som den rådede over, fandt fondens ledelse dog, at det ville bringe beholdningen af de vigtigste valutaer for langt ned. Efter forhandling med »De Ti« indvilgede 8 af deltagerne (alle bortset fra England og USA) i at stille i alt 405 mill. $ til rådighed for fonden. Desuden skaffede fonden sig valuta ved salg af guld for 250 mill. $, således at kun 345 mill. $ måtte tages fra fondens valutabeholdning. Det var første gang, at »De Ti« bidrog til finansiering af et træk på fonden. Schweiz, som er associeret »De Ti«, ydede i forbindelse med trækket på fonden England en bilateral kredit på 80 mill. $.

Allerede inden dette træk på Valutafonden var gennemført, havde England i november 1964 været nødt til igen at skaffe sig mulighed for at optage korte kreditter hos udenlandske centralbanker til dækning af betalingsunderskuddet over for udlandet. I de følgende måneder blev disse kreditter udnyttet i vid udstrækning. Da kreditterne var kortfristede, måtte England hen på foråret 1965 igen søge fondens bistand for at få dem konsolideret. I maj 1965 trak England derfor yderligere 1.400 mill. $ og havde dermed praktisk taget helt udnyttet sin kreditmulighed i fonden. Størstedelen af trækket anvendtes til tilbagebetaling af de kortfristede kreditter.

For at skaffe fonden valuta til dette træk stillede »De Ti« 525 mill. $

til rådighed. Fonden solgte samtidig guld for 400 mill. $, således at kun 475 mill. $ måtte tages fra fondens egen valutabeholdning. I forbindelse med trækket ydede Schweiz England en kredit på 40 mill. $.

Det er bemærkelsesværdigt, at fonden i de senere år er kommet ind på at anvende flere og flere forskellige valutaer til finansiering af sin kreditgivning. I forbindelse med de engelske træk anvendte fonden således bl. a. australske £, japanske yen og spanske pesetas foruden de normalt anvendte valutaer. I forbindelse med det andet engelske træk anvendte fonden også d. kr. for 30 mill. $. Det er første gang, d. kr. er blevet benyttet i større omfang. (I forbindelse med et islansk træk på fonden i 1960 anvendte fonden d. kr. for 0,8 mill. $).

DEN INTERNATIONALE LIKVIDITETS STØRRELSE OG SAMMENSÆTNING

Som allerede nævnt var det de internationale likviditetsproblemer, som var hovedemnet på Valutafondens og »De Ti«s møder. Udgangspunktet for diskussionen var spørgsmålet om, hvorvidt den internationale likviditet har den rigtige størrelse og sammensætning i dag.

Ved international likviditet forstår man i almindelighed de ressourcer, som et land råder over til dækning af underskud på betalingsbalancen og til forsvar af valutakursen. Det vil i praksis sige, at den samlede internationale likviditet er summen af samtlige landes officielle beholdninger af guld og konvertibel valuta med tillæg af de kreditmuligheder, som står til rådighed uden betingelser.

Ændringerne i *de officielle guldreserver* er afhængige af en række faktorer, som ikke har forbindelse med behovet for internationale likviditet, jfr. tabel 1. Udbuddet består især af nyproduceret guld. Dette udbud stiger kun ret langsomt. Desuden sælger Sovjetunionen fra tid til anden guld, men disse salg er stærkt svingende fra år til år.

TABEL 1

Guldreserver 1962–64

Mill. $	1962	1963	1964
Produktion	1300	1354	1400
Sovjetunionens salg	215	550	330
	1515	1904	1730
Industrielt forbrug og privat formueanbringelse	−1185	−1064	−1005
Forøgelse af verdens monetære guldbeholdning	330	840	725
Heraf forøgelse af internationale organisationers guldbeholdning	−50	−120	90
Forøgelse af alle landes monetære guldbeholdning	380	960	635

Kilde: IMF Annual Report 1965, s. 99.

Guldhandelen er i dag således organiseret, at al efterspørgsel fra virksomheder til industrielt brug og fra private til formueanbringelse frit kan dækkes ved køb på guldmarkedet i London. Det er derfor kun, hvad der måtte blive til overs, som indgår i verdens monetære guldbeholdninger. Da den private efterspørgsel i de senere år har været forholdsvis stor, ikke mindst fordi mange private verden over under indtryk af de urolige valutaforhold har anlagt en del af deres formue i guld, vokser de officielle guldreserver kun langsomt. I de sidste 5 år har stigningen kun andraget gennemsnitligt 5–600 mill. $ om året. Da de samlede monetære guldbeholdninger nu har en værdi af ca. 43 milliarder $, vil det sige, at tilvæksten kun andrager 1–2 pct om året. Til sammenligning kan nævnes, at den samlede verdenshandel i de senere år er vokset med 8–9 pct. om året.

Der er stor forskel på, hvor stor en del af de samlede internationale reserver et land holder i guld. Nogle lande holder traditionelt næsten alle reserver i guld og indskrænker deres valutabeholdning til små arbejdsbeholdninger. De vigtigste lande i denne gruppe er USA, England, Schweiz og Holland. Modsat findes der en gruppe lande, som har ret små guldbeholdninger, bl. a. de nordiske lande, Canada og Japan. Lande som Frankrig, Tyskland og Italien indtager en mellemstilling med guldandele på 50–80 pct. af de samlede reserver. Mange lande har i de sidste år søgt at forøge guldandelen af deres reserver. Det gælder navnlig Frankrig, som ved regelmæssige guldkøb i USA har forøget guldandelen af sine stadig voksende reserver til 79 pct.

De officielle beholdninger af konvertibel valuta andrager i dag knap 11 milliarder $. Der er først og fremmest tale om reserver, som holdes i dollars. Sterling anvendes også som reservevaluta, men næsten kun af lande, som tilhører sterlingområdet. Franske francs anvendes af landene i franczonen. Officielle reserver i andre valutaer er fuldstændig betydningsløse. De officielle valutareserver har i årene efter krigen været hastigt voksende, navnlig fordi USA i efterkrigsperioden hele tiden har haft et meget stort underskud på sin betalingsbalance. Dette undskud er i nogen grad blevet dækket ved guldsalg, hvad der blot har medført en overflytning af likviditet fra USA til andre lande. Størstedelen af underskuddet er dog blevet finansieret ved, at USA har forøget sin kortfristede gæld til udlandet, eller sagt på en anden måde, ved at udlandet har forøget sine kortfristede dollartilgodehavender. Dette har betydet en tilsvarende forøgelse af den internationale likviditet. Denne opgøres nemlig altid brutto, og forøgelsen af USA's kortfristede gæld til udlandet fratrækkes derfor ikke ved opgørelsen af USA's internationale likviditet.

Der er imidlertid grænser for, hvor meget den internationale likviditet kan forøges ved stigning i tilgodehavender i reservevalutaer. Omverdenens

tilgodehavender kan nemlig kun forøges, dersom reservevalutalandet har underskud på sin betalingsbalance, men et betydeligt underskud på betalingsbalancen gennem længere tid vil undergrave tilliden til reservevalutaen, således at andre lande ikke længere vil ønske at holde reserver i den.

Allerede omkring 1960 havde USA haft underskud på betalingsbalancen så længe og med så store beløb, at tilliden til dollaren var ved at blive undergravet. De amerikanske myndigheder har derfor siden søgt at fjerne underskuddet. Selv om det er lykkedes at bringe underskuddet noget ned – i 2. kvartal 1965 var der endda et lille overskud, der dog skyldtes specielle forhold – synes der ikke at være udsigt til ligevægt på betalingsbalancen i den nærmeste fremtid. Det er imidlertid givet, at USA er fast besluttet på at eliminere betalingsbalanceunderskuddet snarest muligt. Præsident Johnson erklærede således i begyndelsen af oktober 1965, at hvis de foranstaltninger, som regeringen allerede havde truffet, skulle vise sig ikke at være tilstrækkelige, ville regeringen ikke tøve med at tage alle nødvendige forholdsregler. Når USA's betalingsbalanceunderskud forsvinder, vil den vigtigste kilde til forøgelse af den internationale likviditet være udtørret.

Beholdningerne af konvertibel valuta formindskes i det omfang, udenlandske dollartilgodehavender omveksles til guld. Når f. eks. Frankrig anvender en del af sine dollartilgodehavender i USA til køb af guld, medfører det en nedgang i USA's internationale likviditet, fordi guldbeholdningen falder. Frankrigs internationale likviditet er derimod uændret, fordi det blot har ombyttet en valutabeholdning med en guldbeholdning.

For at mindske udenlandske centralbankers behov for at omveksle dollartilgodehavender til guld, har USA i de senere år solgt korte statsobligationer til en række centralbanker. Disse såkaldte Roosa-bonds (opkaldt efter den tidligere amerikanske vicefinansminister R. Roosa) lyder normalt i køberlandets valuta og er således sikret mod ændring af dollarkursen. Selv om obligationerne formelt har en løbetid på 1–2 år, må de alligevel anses for fuldt likvide, fordi USA har givet tilsagn om at ville indfri dem før forfald, hvis der bliver behov for det. Ved udgangen af 1964 udestod der i alt godt 1.200 mill. $ af disse obligationer.

Ud over de reserver, som landene selv ejer, disponerer de også over *kreditmuligheder* af forskellig art. For at en kreditmulighed kan medregnes i et lands internationale likviditet, må der være adgang til at udnytte den uden betingelser.

Den vigtigste kilde til ubetingede kreditter er i dag Valutafonden. Efter den gældende praksis har et land adgang til uden større formaliteter at trække sin guldtranche, dvs. det beløb på 25 pct. af kvoten, som er indbetalt i guld med tillæg af de beløb, som fonden siden har anvendt i forbindelse med andre landes træk. Anmodning om træk skal forelægges fondens bestyrelse, men for sådanne træk er forelæggelsen en ren formalitet.

Lande, som har stillet midler til fondens rådighed gennem »De Ti«, har ligeledes adgang til at trække disse beløb, hvis de får behov for det.

Disse bestemmelser er ensbetydende med, at de guld- og valutabeløb, som et land indskyder i Valutafonden, reelt er anfordringstilgodehavender og derfor kan medregnes ved opgørelsen af landets internationale likviditet, samtidig med at de danner basis for udlån til andre medlemslande. En kvoteforhøjelse i valutafonden medfører dog ikke direkte nogen forøgelse af den internationale likviditet, fordi forøgelsen af guldtrancherne modsvares af nedgang i det enkelte lands guld- eller valutabeholdning. Men naturligvis forøges muligheden for at opnå betingede kreditter.

Foruden den multilaterale kreditmulighed i Valutafonden findes der et system af bilaterale aftaler om gensidige kreditter. Det drejer sig om de såkaldte swap-aftaler, som er afsluttet mellem på den ene side den amerikanske centralbankmyndighed og på den anden side 11 udenlandske centralbanker og Den internationale Betalingsbank i Basel (Bank for International Settlements – BIS). Aftalerne, som har en løbetid på 3–12 måneder, men som regelmæssigt fornys, beløb sig den 1. september 1965 til i alt 2.800 mill. $. Denne kreditmulighed kan også udnyttes uden betingelser, men det forudsættes, at kreditterne betales tilbage igen ret hurtigt, i almindelighed inden for en periode på 6–9 måneder. Som følge heraf medregnes de i almindelighed ikke i opgørelser over de officielle reserver.

TABEL 2

Officielle reserver i alle lande, bortset fra Sovjetunionen-Kina-området

Mld. $	Ult. 1961	Ult. 1962	Ult. 1963	Ult. 1964	Medio 1965
Landefordeling:					
U. S. A.	18.75	17.22	16.84	16.67	15.76
England	3.32	3.31	3.15	2.32	2.79
Andre industrial. lande	26.97	28.40	30.56	33.38	33.26
I alt industrialiserede lande	49.04	48.93	50.55	52.37	51.81
Andre udviklede lande	4.67	5.35	6.18	6.72	6.07
Øvrige lande	8.96	8.81	9.78	9.90	10.48
I alt	62.67	63.09	66.51	68.99	68.36
Sammensætningen:					
Guld	38.89	39.27	40.23	40.86	41.36
IMF-guldtranche	4.16	3.80	3.94	3.75	4.35
GAB-lån	–	–	–	0.41	0.93
Fordringer på USA	11.98	12.55	13.94	14.94	21.73
Fordringer på England	7.10	6.21	6.53	7.05	
Andet, herunder fejl og udeladelser	0.54	1.26	1.87	1.98	
I alt fordringer på lande	19.62	20.02	22.34	23.97	21.73

Kilde: IMF Annual Report 1965, s. 68, og IFS, Oct. 1965.

Udviklingen i de forskellige former for internationale reserver fremgår af tabel 2. Det er navnlig bemærkelsesværdigt, at de samlede internationale reserver er faldet med mere end 600 mill. $ i 1. halvår 1965, medens de ellers i mange år har været støt stigende. Faldet hænger først og fremmest sammen med, at Frankrig i denne periode har forøget sin guldbeholdning med over 700 mill. $, hovedsagelig ved køb i USA mod betaling af dollars. Dette har medført en nedgang i USA's guldreserver, uden at Frankrigs samlede internationale reserver er blevet forøget.

I 1. halvår 1965 er den internationale likviditet faldet, og hvad den nærmeste fremtid angår, må det ventes, at guldreserverne i bedste fald vil vokse ganske langsomt, og at reserverne i valuta næppe vil vokse væsentligt, men at der snarere er mulighed for yderligere fald. Dette er ensbetydende med en afgørende ændring i udviklingen i den internationale likviditet. Til og med 1964 har likviditeten været voksende år for år, selv om det ikke har været som følge af nogen bevidst politik, men blot fordi guldproduktionens størrelse, USA's betalingsbalanceunderskud m. v. har medført det.

Det er på denne baggrund ikke mærkeligt, at diskussionen om det internationale valutasystem i den sidste tid er blevet mere intensiv. Det afgørende spørgsmål er, om det eksisterende guld-valuta-system kan forventes at være i stand til at sørge for, at den internationale likviditet i fremtiden altid vil have en passende størrelse – og hvis man ikke mener, at det vil være tilfældet, hvad man da kan gøre for at forbedre systemet.

Diskussionen om disse problemer har allerede stået på i mange år. I den første tid var det hovedsagelig nationaløkonomer, som diskuterede, men i de senere år har myndighederne i de vigtigste lande også taget problemerne alvorligt. I 1963 var man kommet så vidt, at Valutafonden og »De Ti« besluttede at lade udarbejde rapporter om problemet. Disse rapporter, som forelå på Valutafondens årsmøde i september 1964, konkluderede, at der ikke var nogen mangel på international likviditet i øjeblikket, men at faren for, at der senere kunne opstå mangel, ikke kunne afvises. Det besluttedes herefter at foretage en undersøgelse af de tekniske muligheder for at gennemføre en bevidst forøgelse af den internationale likviditet. Resultatet af denne undersøgelse er offentliggjort i Ossola-rapporten, jvf. nedenfor.

På Valutafondens årsmøde i år meddeltes det, at »De Ti«s ministre og centralbankchefer havde besluttet at lade deres stedfortrædere foretage en ny undersøgelse af problemerne for at finde ud af, på hvilken basis der kan opnås enighed om nødvendige reformer af det internationale betalingssystem. Stedfortræderne skal rapportere til ministrene og centralbankcheferne i foråret 1966.

Til trods for de mange undersøgelser og de lange diskussioner kan man desværre langtfra sige, at man er ved at nå til enighed om en løsning. Uenigheden om mange detailproblemer synes at bunde i forskellig grund-

indstilling. Uden at der er tale om faste grupper, kan man vel sige, at nogle lande, navnlig USA og England, men også f. eks. Canada, Japan og de nordiske lande først og fremmest ønsker at sikre den økonomiske vækst, medens andre lande, især de kontinentaleuropæiske lande (Fællesmarkedslandene og Schweiz) lægger hovedvægten på økonomisk stabilitet.

ER DEN INTERNATIONALE LIKVIDITET TILSTRÆKKELIG?

Til trods for USA's og Englands problemer med guld- og valutareserverne er der nogenlunde enighed om, at der ikke kan siges at være mangel på international likviditet i dag. Nogle lande – især USA og England – mener imidlertid, at en sådan mangel hurtigt kan opstå bl. a. i forbindelse med, at USA's betalingsbalanceunderskud bliver bragt ud af verden. Disse lande anser det derfor for vigtigt hurtigst muligt at finde frem til en ændring af det internationale betalingssystem, som vil gøre det muligt at forøge den internationale likviditet i det omfang, der bliver behov for det. En sådan ændring bør efter disse landes opfattelse aftales inden længe, medens forholdene er rolige, eller som den amerikanske finansminister Fowler har udtrykt det. Man bør reparere taget, medens solen skinner.

Andre lande, især de kontinentaleuropæiske, finder det mindre presserende at få mulighed for at skabe ny international likviditet. De erkender, at der er udsigt til, at den samlede internationale likviditet vil stagnere eller måske falde en smule, men det foruroliger dem ikke, fordi de mener, at den internationale likviditet i dag er for stor. Efter disse landes opfattelser er det mest akutte problem ikke at skabe yderligere likviditet, men at hindre, at det nuværende betalingssystem bryder sammen som følge af kapitalflugt fra et reservevalutaland.

Det diskuteres ofte, hvor stor den internationale likviditet bør være. Man har tidligere ofte søgt at give udtryk for tilstrækkeligheden af et lands reserver ved at sige, at de svarer til så og så lang tids import. Det er naturligvis en ret meningsløs målestok. Reserverne vil aldrig blive anvendt til betaling af hele importen i en periode, fordi der jo altid vil findes valutaindtægter også. Det er heller ikke rigtigt at sige, at et land behøver reserver af en vis størrelse for at kunne finansiere sin udenrigshandel, for denne finansiering sker gennem det private banksystem uden anvendelse af officielle reserver. Erfaringen viser da også, at det er meget forskelligt fra land til land, hvor store reserverne skal være i forhold til udenrigshandelen, for at der ikke skal opstå vanskeligheder. Det er også illustrerende, at mange lande før den første verdenskrig klarede sig udmærket med forholdsvis meget små reserver. I 1913 androg Tysklands guldreserver mindre end 10 pct. af årets import, og det tilsvarende tal for England og Holland var henholdsvis ca. 6 pct. og 4 pct.! Ved udgangen af 1964 var de tilsvarende tal ca.

54 pct., 15 pct. og 33 pct., og da blev de engelske reserver anset for at være katastrofalt lave.

De officielle internationale reserver skal kun anvendes til dækning af underskud på et lands betalingsbalance. Behovet for reserver afhænger derfor af, hvor store underskud på betalingsbalancen man kan vente, og hvor hurtigt ligevægten kan genoprettes.

Der har derfor i den sidste tid været stor interesse i alle de betydende lande for studiet af »tilpasningsprocessen« (the adjustment process), dvs. den måde, et land tilpasser sig ændringer i sin betalingsbalance, uden at den indenlandske økonomi forstyrres. Det er klart, at behovet for forøgelsen af den internationale likviditet formindskes i det omfang, det virkelig skulle lykkes at finde frem til mere effektive – men dog politisk gennemførlige – tilpasningsmetoder.

Der er næppe uenighed om, at et lands internationale reserver skal være store nok til at finansiere et underskud på betalingsbalancen længe nok til, at landets myndigheder kan få ligevægten genoprettet. Der er derimod dybtgående uenighed om, hvad det vil sige i praksis.

USA – og en række andre lande – er af den opfattelse, at et land ikke som følge af betalingsbalancevanskeligheder bør tvinges til at føre en så stram økonomisk politik, at det i væsentlig grad vil hæmme den økonomiske vækst i landet. Det vil derfor ofte kunne tage forholdsvis lang tid at genoprette ligevægten på betalingsbalancen, og disse lande mener derfor, at den internationale likviditet bør være forholdsvis rigelig. De fremhæver også, at den stigende verdenshandel og den stigende udveksling af tjenesteydelser i forbindelse med liberaliseringen af kapitalbetalingerne må antages at have medført øget risiko for store udsving på betalingsbalancen. Da den frie bevægelighed af varer, tjenesteydelser og kapital mellem landene er en forudsætning for at få den bedst mulige internationale arbejdsdeling, må man affinde sig med risikoen for betalingsbalanceudsvingene og i stedet imødegå virkningerne ved at sørge for, at den internationale likviditet er tilstrækkelig stor.

Disse synspunkter deles ikke af de kontinentaleuropæiske lande, som mener, at underskudslandene lægger overdreven vægt på, at deres økonomiske politik ikke hæmmer produktion og beskæftigelse, samtidig med at de ikke tager tilstrækkeligt hensyn til faren for prisstigninger. Efter de kontinentaleuropæiske landes opfattelse er det første fornødne at føre en økonomisk politik, som stabiliserer priserne. For at en sådan politik kan lykkes, må den følges i alle vigtige lande. Mange af de kontinentaleuropæiske lande har derfor beklaget sig over, at underskudslandene – hovedsagelig USA og England – har »eksporteret inflation« til dem. Med den store udenrigshandel, som foregår i dag, sker eksport af inflation på den måde, at et eller flere lande med høje prisstigninger efterspørger andre landes varer og presser

disses pris op. Desuden vil efterspørgslen fra prisstigningslandene medføre højere priser på internationale råvarer m. v. Man kan undre sig over, at også USA beskyldes for at eksportere inflation til Vesteuropa, i betragtning af, at priserne i USA i de senere år har været mere stabile end i noget andet land. Det skyldes imidlertid, at argumentet om eksport af inflation også har en monetær side. Selve det forhold, at et land har underskud på sin betalingsbalance, vil – uanset om underskuddet skyldes inflation eller andre forhold – være ensbetydende med, at andre lande vil have overskud på deres betalingsbalance. Men et overskud på betalingsbalancen vil medføre en forøgelse af den indenlandske likviditet, og dette vil igen medføre prisstigningstendenser. I teorien kunne overskudslandet neutralisere forøgelsen af den indenlandske likviditet, f. eks. ved overskud på statsfinanserne, men i praksis har det vist sig, at det af politiske grunde ikke kan lade sig gøre.

Overskudslandene har derfor argumenteret energisk for, at et land, som har underskud på sin betalingsbalance, har pligt til hurtigst muligt at få bragt betalingsbalancen i ligevægt igen. Ud fra denne opfattelse mener de, at den internationale likviditet bør holdes forholdsvis lavt, eftersom man ikke kan vente, at underskudslandene vil foretage de nødvendige penge- og finanspolitiske indgreb for at få ligevægten genoprettet, så længe et yderligere underskud kan finansieres.

Denne indstilling hos de kontinentaleuropæiske lande har flere gange givet sig praktiske udslag. I den sidste tid har den blandt andet medført, at disse lande var interesseret i en forholdsvis lille forøgelse af kvoterne i Valutafonden, og at de knyttede deres principielle godkendelse af kvoteforhøjelsen sammen med ønsket om indførelse af den såkaldte »gensidige overvågen« (multilateral surveillance) af finansieringen af underskud og overskud på betalingsbalancen. Denne »overvågen« foregår i en arbejdsgruppe (Working Party No. 3) under OECD, hvor repræsentanter for medlemslandene gennemgår det enkelte lands økonomiske politik, navnlig med henblik på virkningen på andre lande af overskud eller underskud på dets betalingsbalance. Formålet med denne »overvågen« skulle vel navnlig være ved moralsk pres at sikre, at et land ikke udnyttede de internationale kreditmuligheder til at føre en ufornuftig betalingsbalancepolitik.

Underskudslandene har på sin side hævdet, at det ikke kun kan være dem, som skal indrette deres interne politik på at bringe betalingsbalancen i ligevægt. Det må lige så vel kunne kræves af overskudslandene, at de aktivt bestræber sig på at begrænse deres betalingsbalanceoverskud.

HVORDAN DEN INTERNATIONALE LIKVIDITET KAN FORØGES

Som nævnt ovenfor har de vigtigste lande meget forskellige meninger om risikoen for, at der senere kan opstå mangel på international likviditet. Alli-

gevel nåede man allerede sidste år til enighed om, at det ikke var for tidligt at undersøge, hvordan en eventuel likviditetsforøgelse rent teknisk kunne foretages. Denne undersøgelse gennemførtes af et særligt udvalg, nedsat af »De Ti«. Dette udvalg, som er blevet kaldt Ossola-gruppen efter den italienske formand R. Ossola, afgav i sommeren 1965 den såkaldte Ossola-rapport. (Rapportens officielle betegnelse er »Report of the Study Group on the Creation of Reserve Assets«). Rapporten beskriver de forskellige eksisterende muligheder for at skabe internationale reserver. Uden at nævne navne gennemgås de mange forslag, som i tidens løb er blevet fremsat af Triffin, Stamp, Bernstein, Maudling m. fl. Da gruppens medlemmer ikke kunne nå til enighed om en vurdering af de forskellige muligheder, indskrænker rapporten sig til at opregne fordele og ulemper for hvert enkelt forslag.

Ossola-rapporten behandler de forskellige muligheder for forøgelse af den internationale likviditet under to hovedgrupper: Forøgelse af kreditmulighederne i Valutafonden og skabelse af kollektive reserveenheder.

Forøgelsen af kreditmulighederne i Valutafonden kan gennemføres på mange måder. Som allerede nævnt vil en almindelig kvoteforhøjelse ikke direkte medføre nogen forøgelse af den internationale likviditet, idet stigningen i de automatiske trækningsrettigheder modsvares af medlemslandenes guldindbetaling til fonden. (Men naturligvis forøges de betingede kreditmuligheder samtidig).

Man kan gennemføre en forøgelse af de ubetingede kreditmuligheder på to måder. Man kan f. eks. udvide den automatiske trækningsret til også at omfatte f. eks. første kredittranche. Det vil være ensbetydende med en forøgelse af medlemslandenes internationale likviditet med 25 pct. af deres kvote i Valutafonden. En udvidelse af de ubetingede kreditmuligheder kan også ske ved, at man i forbindelse med en kvoteforhøjelse bestemmer, at forhøjelsen af guldtranchen ikke som normalt skal dækkes ved guldindbetalinger, men ved afgivelse af guldforskrivninger. Man vil herved opnå, at medlemslandenes egne reserver ikke påvirkes, dvs. at den internationale likviditet forøges med et beløb svarende til forhøjelsen af guldtrancherne.

Den anden hovedmulighed for forøgelse af den internationale likviditet består i skabelsen af nye kollektive reserveenheder (Collective Reserve Units, ofte kaldet CRU).

Ideen blev oprindelig lanceret af den amerikanske økonom Bernstein og er senere blevet taget op af Frankrig. Princippet i ideen er, at en gruppe lande indgår en aftale, hvorefter hvert land deponerer et beløb i guld hos en agent, f. eks. Den internationale Betalingsbank i Basel. Agenten deponerer derefter tilsvarende guldbeløb hos deltagerne. De kollektive reserveenheder er da de guldbeløb, som er deponeret hos agenten. Systemet medfører en forøgelse af den internationale likviditet, fordi deltagerlandene i deres re-

server medregner såvel de kollektive reserveenheder som de guldbeløb, som agenten har deponeret hos dem. Skabelsen af kollektive reserveenheder kan også ske på omtrent samme måde ved at medlemslandene i stedet for guld deponerer deres egen valuta hos agenten.

Den franske udgave af planen forudsætter, at de nye reserveenheder fordeles på deltagerne i forhold til deres guldreserver. Reserveenhederne skal ikke anvendes til løbende betalinger, men kun benyttes ved periodiske reguleringer, hvor reserveenheder omflyttes, således at alle lande igen har samme forhold mellem guld- og reserveenheder. Skabelsen af reserveenhederne forudsættes at ske ved, at deltagerlandene f. eks. en gang om året mødes og vedtager at forøge eller formindske mængden af reserveenheder.

Ossola-rapporten indeholder også en gennemgang af en række forslag, som ikke direkte har til formål at forøge den internationale likviditet. Ideen med disse forslag er, at et land skal kunne omlægge sine tilgodehavender i en reservevaluta til guldsikrede tilgodehavender, uden at det vil påvirke reservevalutalandets likviditet. Man kan på den måde forhindre, at mistillid til en reservevaluta medfører en bølge af guldkøb og dermed et alvorligt fald i den internationale likviditet.

For alle planernes vedkommende gælder det, at de kan varieres på utallige måder, som det vil føre for vidt at komme ind på her.

Med Ossola-rapporten har man fået gennemført en grundlæggende undersøgelse af de mange forskellige muligheder, som foreligger. Det må dog bemærkes, at rapporten bevidst undlader at behandle muligheden for at forøge den internationale likviditet ved en forhøjelse af guldprisen. Der bliver fra tid til anden fremsat forslag om en sådan forhøjelse, men de ti landes myndigheder var, før undersøgelsen blev påbegyndt, enige om, at en guldprisforhøjelse måtte udelukkes på forhånd, bl. a. fordi den ville betyde en alt for voldsom likviditetsforhøjelse og skabe international uro. Desuden ville den virke meget uretfærdigt, idet fordelen alene ville falde på de lande, som i forvejen havde de største reserver.

Der er endnu langt til en afgørelse af, hvilken af de nævnte planer, som vil blive anvendt, når eller hvis der kan skabes enighed om en bevidst forøgelse af den internationale likviditet. De fleste lande har endnu ikke bundet sig til nogen bestemt plan. Kun Frankrig går officielt ind for et bestemt forslag, nemlig CRU-planen. Det synes i øvrigt også, som om flere andre lande er interesseret i dette forslag, dersom det kan udformes på tilfredsstillende måde.

De tekniske spørgsmål står således endnu åbne og har derfor ikke kunnet give anledning til voldsom uenighed. Derimod har drøftelserne på Valutafondens årsmøde tydeligt vist, at der er meget stor uenighed om de principper, som en kommende ordning skal bygge på.

Der er således stor forskel på de forskellige landes opfattelse af guldets

stilling. Frankrig mener, at de nye reserveenheder bør fordeles til deltagerlandene i forhold til deres guldbeholdninger, men på dette punkt er de kontinentaleuropæiske lande ikke enige. Italiens repræsentant på årsmødet erklærede således direkte, at Italien ikke kunne acceptere dette princip, fordi man fandt det uretfærdigt. USA er modstander af at knytte reserveenheder så nært til guld, fordi det vil forøge tilbøjeligheden til at omlægge officielle dollartilgodehavender til guld. Konsekvensen heraf vil blive et kraftigt fald i den internationale likviditet og en svækkelse af dollarens stilling som reservevaluta. Det er ikke blot USA selv, der anser det for vigtigt at opretholde dollarens position. Således har f. eks. den tyske centralbankpræsident Blessing erklæret, at der ikke under nogen omstændigheder måtte gennemføres ændringer i betalingssystemet, som kunne svække dollarens stilling. Denne opfattelse deles sikkert af de fleste lande, og det menes, at selv Frankrig, som tidligere skal have været indstillet på helt at erstatte reservevalutaerne med de nye kollektive reserveenheder, nu er enig i, at disse kun skal anvendes til supplering af reservevalutaerne.

USA har sikkert mere sympati for et forslag, som for nylig blev fremsat af den tidligere amerikanske vice-finansminister Roosa, hvorefter fordelingen af reserveenheder skulle ske i forhold til, hvor meget det enkelte lands valuta blev anvendt internationalt – hvad der naturligvis ville give USA en meget gunstig stilling. Som følge af modstanden mod reserveenhedernes direkte tilknytning til guld, har den franske finansminister erklæret, at fordelingen af reserveenheder ikke nødvendigvis skulle ske udelukkende i forhold til landenes guldbeholdninger. Man kunne f. eks. også tage hensyn til, hvor stor en andel af nationalproduktet landene anvendte til støtte til de underudviklede lande (Frankrigs støtte til u-landene er som bekendt meget stor i forhold til nationalproduktet).

Der er også stor uenighed om, hvor mange lande der skal have adgang til at deltage i en eventuel nyordning. Frankrig, Tyskland m. fl. mener, at deltagerkredsen bør begrænses til nogle få højt industrialiserede lande – i hvert fald ikke flere end de nuværende deltagere i »De Ti«. På den anden side mener USA, at deltagerkredsen bør være noget videre, uden dog at omfatte alle Valutafondens medlemmer. USA er i øvrigt også af den opfattelse, at den endelige afgørelse af, hvordan det internationale likviditetsproblem skal løses, ikke bør tages før alle lande har haft lejlighed til at give udtryk for deres synspunkter. USA's finansminister Fowler foreslog derfor i sommeren 1965, at der skulle indkaldes til en Verdensvalutakonference, så snart det var muligt. Dette forslag faldt ikke i god jord hos de kontinentaleuropæiske lande, som er af den opfattelse, at det er meningsløst at holde internationale konferencer, før de vigtigste lande er helt enige om en løsning.

De udviklede lande, som ikke deltager i »De Ti«, er naturligvis ikke tilfredse med, at »De Ti« er tilbøjelige til at betragte de internationale

likviditetsspørgsmål som et internt problem. Der blev på Valutafondmødet fra flere sider givet udtryk for, at de mindre lande også var interesserede og ønskede at blive hørt. Skarpest blev denne indstilling formuleret af den australske finansminister, som gjorde det klart, at en afgørelse, som blev truffet, uden at de mindre lande havde haft adgang til at påvirke indholdet, ikke ville være acceptabel for dem.

Det har fra forskellig side været foreslået, at en forøgelse af likviditeten skulle knyttes sammen med hjælp til de underudviklede lande, således at den nyskabte likviditet skulle kunne stilles til rådighed for u-landene. De vigtigste lande synes dog nu at være enige om, at en sådan sammenblanding vil være uheldig, fordi der ikke er nogen forbindelse mellem behovet for yderligere likviditet og u-landenes behov for tilførsel af kapital.

Spørgsmålet om, hvordan det skal afgøres, hvor meget likviditeten skal ændres, giver også anledning til uenighed. Frankrig hævder med bestemthed, at alle ændringer i mængden af reserveenheder må vedtages enstemmigt. USA m. fl., som ser i øjnene, at en sådan bestemmelse vil betyde, at likviditeten kun bliver forøget i det omfang, den mest forsigtige deltager finder det forsvarligt, ønsker derimod afgørelserne truffet ved afstemning.

Et yderligere stridsspørgsmål er et eventuelt arrangements tilknytning til Valutafonden. Frankrig ønsker, at arrangementet skal administreres helt uafhængigt af Valutafonden, formentlig fordi man føler, at Valutafonden er domineret af USA og England. De fleste andre lande finder det derimod naturligt, at et arrangement bliver administreret af – eller dog i hvert fald knyttet til – Valutafonden.

Der er således stor uenighed mellem de vigtigste lande om næsten alle de grundlæggende spørgsmål i forbindelse med skabelsen af et arrangement til forøgelse af den internationale likviditet. Det vil derfor nok være naivt at tro, at »De Ti« foreløbig skulle kunne blive enige blot om grundtrækkene i et nyt arrangement. Alligevel kan de undersøgelser og drøftelser, som har stået på i de senere år, og som ganske givet vil fortsætte mange år endnu, vise sig at have været af stor betydning. Det er vel sandsynligt, at det lykkes for USA at få sin betalingsbalance bragt i ligevægt, og det kan ikke udelukkes, at dette efterhånden kan medføre mangel på international likviditet. Hvis det skulle blive tilfældet, vil mulighederne for at få et arrangement gennemført være langt bedre end i dag, og det mangeårige arbejde med problemerne vil da formentlig betyde, at en afgørelse kan nås forholdsvis hurtigt.

H. D.

31. 10. 1965.