DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE SITUATION

Den økonomiske udvikling i de vestlige industrilande har som resultat af den stadig mere omfattende frigivelse af de internationale betalinger i tiden siden midten af 1950'erne i stigende grad været påvirket af kapitalbevægelser industrilandene imellem. Skønt kun Canada, U.S.A. og Vesttyskland fuldstændig har ophævet restriktionerne for private personer og selskabers kapitaltransaktioner har kapitalbevægelserne i de sidste år haft stor indflydelse på udviklingen i valutareserverne i en række lande. Da udviklingen i valutareserverne i de fleste lande øver væsentlig indflydelse på den samfundsmæssige likviditet vil kapitalbevægelserne – med mindre disse virkninger bevidst imødegås af de monetære myndigheder i det pågældende land – komme til at øve en direkte indflydelse på de indre økonomiske forhold i de berørte lande.

Under rolige politiske forhold kan frie internationale kapitalbevægelser utvivlsomt udføre en overordentlig nyttig funktion, idet de bl. a. kan bidrage til at lette det pres på valutastillingen, der hyppigt opstår i lande med en særlig høj investeringskvote. Medens de politiske forudsætninger for, at et internationalt kapitalmarked de vestlige industrilande imellem har kunnet fungere tilfredsstillende stort set har været opfyldt i de sidste år, har man ikke været i stand til at undgå, at der fra tid til anden er opstået spekulation i ændringer i valutapariteterne. Erfaringerne synes at vise, at det ofte er umuligt at dæmme op for sådanne spekulative kapitalbevægelser ved variation af de gældende rentesatser, som ellers under mere rolige valutaforhold kan være en meget effektiv regulator af de internationale kapitalbevægelser. Man har fra tid til anden diskuteret om man ved – i lighed med den politik, som den canadiske regering har ført siden 1950 – at gå over til frit bevægelige valutakurser skulle kunne imødegå de spekulative kapitalbevægelser. Selv om det canadiske system har vist sig overordentlig effektivt, synes der dog at være udbredt enighed om, at et system med varierende valutakurser skaber unødige vanskeligheder for den løbende afvikling af de internationale betalinger for varer og tjenester.

USA OG CANADA

2. Praktisk taget alle de vestlige industrilande har været berørt af de mere omfattende internationale kapitalbevægelser. I intet andet tilfælde har kapitalbevægelserne over en længere periode imidlertid indtaget en så central placering, som man har set det i forbindelse med betalingssam-

kvemmet mellem U. S. A. og Canada. Canada's vare- og tjenestebalancer over for udlandet har i årene mellem 1956 og 1960 år for år udvist et underskud på ca. 1,3 mldr. canadiske dollars. Udenlandske (hvilket først og fremmest vil sige amerikanske) selskaber og enkeltpersoner har imidlertid i samme periode placeret godt 1 mldr. canadiske dollars om året i canadiske aktier og obligationer m.m.. Herudover er der, da det canadiske renteniveau gennemgående har ligget 1 til 1½ % over det amerikanske renteniveau, årligt sket en tilstrømning af kort kapital på mellem 100 og 300 mill. canadiske dollars. Som resultat af den omfattende kapitaltilstrømning har de canadiske valutareserver trods de meget store underskud på Canada's løbende balance ligget nogenlunde stabilt i de senere år. Canada har således i kraft af de omfattende amerikanske kapitalinvesteringer stort set været i stand til at undgå valutavanskeligheder, men den førte økonomiske politik har samtidig bevirket, at det canadiske omkostningsniveau er blevet meget højt, og da den frie valutakurs for canadiske dollars, som konsekvens af en livlig efterspørgsel fra udlandet normalt har ligget lidt over kursen på amerikanske dollars, har det været vanskeligt for den canadiske industri at konkurrere i udlandet. Da Canada bl. a. som følge af konjunktursituationen i U.S.A. i det sidste år har haft en betydelig arbejdsløshed, besluttede den canadiske regering i midten af juni at gribe ind over for kursudviklingen, og kursen for canadiske dollars lå ved udgangen af juni måned ca. 3 % under kursen for amerikanske dollars. De omfattende amerikanske investeringer i canadisk industri og minedrift har utvivlsomt været en af de vigtigste årsager til den høje levestandard i Canada, men den lette adgang til det amerikanske kapitalmarked har samtidigt bidraget til at dække over nødvendigheden af at skabe en konkurrencedygtig eksportindustri i Canada.

3. U.S.A.s vare- og tjenestebalance overfor udlandet, der i 1959 udviste et overskud på 2,2 mldr. dollars forbedredes i 1960 først og fremmest som følge af en kraftig vækst i vareeksporten, således at U.S.A.s overskud på vare- og tjenestebalancen over for udlandet i 1960 androg over 6 milliarder dollars. U.S.A.s udgifter til militære formål i udlandet og udgifter til økonomisk hjælp til udlandet på gavebasis udgjorde såvel i 1959 som i 1960 ca. 4,7 mldr. dollars, og de private langfristede kapitalplaceringer i udlandet androg i begge årene omkring 2,2 milliarder dollars.

Når udlandet trods den store forøgelse af overskudet på U.S.A.s vare- og tjenestebalance såvel i 1960 som i 1959 forbedrede sin status over for U. S. A. med 3,8 milliarder dollars skyldes det en ændring i de korte kapitalbevægelsers størrelse og retning.

I 1959 forøgede private udenlandske banker deres bankindskud og kortfristede investeringer i U.S.A. med 1,1 mldr. dollars, medens de samme banker i 1960 kun forøgede deres dollaraktiver med 100 mill. dollars.

Til yderligere illustration af omfanget af de korte kapitalbevægelser til og fra U. S. A. kan det nævnes, at der – hvis man medregner betalingsbalanceposten »fejl og udeladelser« under korte kapitalbevægelser – i 1959 for amerikansk regning skete en nettoimport af kort kapital til U.S.A. på knap 350 mill. dollars, medens der i 1960 på amerikansk initiativ skete en nettoeksport af kort kapital på knap 2,7 mldr. dollars. Siden etableringen af det europæiske fællesmarked har der i U.S.A. været en stadig voksende interesse for investeringer i Vesteuropa. Denne voksende interesse har vist sig i form af direkte investeringer i europæiske erhvervsvirksomheder, men i stigende omfang også i form af køb af europæiske værdipapirer. Denne interesse samlede sig i 1960 særlig omkring tyske værdipapirer; det kan i denne forbindelse nævnes, at der i 1959 (netto) blev solgt tyske værdipapirer til udlændinge for et beløb af 470 mill. DM, medens der i 1960 blev solgt værdipapirer til udlændinge til et beløb af over 2 mldr. DM.

Som omtalt resulterede U.S.A.s transaktioner med udlandet såvel i 1959 som i 1960 i, at udlandet forøgede sine beholdninger af guld- og dollaraktiver med 3,8 mldr. dollars, men medens udenlandske centralbanker i 1959 købte guld fra det amerikanske finansministerium til et beløb af 730 mill. dollars, så udgjorde guldsalget i 1960 1.700 mill. dollars og svarede således til godt 40 % af underskudet på den amerikanske betalingsbalance. Udlandets guldkøb var koncentreret i de 2 sidste kvartaler af 1960, hvor der i tiden omkring det amerikanske præsidentvalg opstod spekulation i en eventuel forestående nedskæring af dollarens guldværdi.

Da kapitalbevægelserne til og fra U.S.A. er frie, har den forøgede interesse for investeringer i Vesteuropa og den deraf følgende risiko for nedgang i de amerikanske guldbeholdninger (en række af de vesteuropæiske centralbanker holder traditionelt størstedelen af deres valutareserver i guld) øvet en ikke ringe indflydelse på den økonomiske politik i U.S.A. og i andre lande. Det økonomiske tilbageslag, der satte ind i U.S.A. i løbet af 1960, skabte behov for en lettelse af den amerikanske pengepolitik. Der skete også i løbet af året et ret stærkt fald såvel i den korte som i den lange rente i U.S.A., men da særlig faldet i den korte rente førte til en bortstrømning (eller en mindsket tilstrømning) af kort kapital til U.S.A. stod de amerikanske myndigheder over for et rentepolitisk dilemma. Da man af interne grunde nødigt ville søge at presse renteniveauet i vejret forsøgte man fra amerikansk side at formå de monetære myndigheder i England og Tyskland til at reducere de korte rentesatser, således at spændvidden mellem de gældende rentesatser i de finansielle centrer blev formindsket. Som resultat af de amerikanske henvendelser nedsatte Bank of England i løbet af efteråret 1960 i 2 tempi sin diskonto fra 6 % til 5 %, og Deutsches Bundesbank har siden efteråret nedsat sin diskonto fra 5 % til 3½ %.

Da de private kapitalbevægelser har vist sig særlig følsomme over for

forskelle i de korte rentesatser, har Federal Reserve-bankerne i U.S.A., som i de sidste 10 år har baseret deres pengepolitiske indsats på køb og salg af kortfristede statspapirer, for at undgå, at en nedpresning af den korte rente skulle føre til bortstrømning af kort kapital fra U.S.A. til udlandet, besluttet sig til at udvide sit operationsområde til også at omfatte køb og salg af langfristede obligationer. Som resultat af denne politik er der i første del af 1961 sket en mindre forhøjelse af den korte rente i U.S.A., medens obligationsrenten fortsat har vist en nedadgående tendens.

VESTEUROPA

4. Som følge af formindskelsen af renteforskellen imellem New York og de finansielle centrer i Europa synes der, efter at usikkerheden omkring præsidentskiftet i U. S. A. er overstået, at være opstået en bedre balance på den amerikanske betalingsbalance, hvad der blandt andet er kommet til udtryk ved, at det amerikanske finansministerium i de sidste par måneder har forøget sine guldbeholdninger i beskedent omfang.

Medens interessen omkring de internationale kapitalbevægelser i 1960 særlig samlede sig omkring kapitalbevægelserne til og fra U.S.A., har opmærksomheden i den forløbne del af 1961 samlet sig omkring kapitalbevægelserne imellem de finansielle centrer i Vesteuropa. Uroen på de europæiske kapitalmarkeder har sin rod i spekulationer i ændringer i kursrelationerne imellem de vigtigste valutaer; og den beskedne opskrivning af den tyske mark og den hollandske gylden i marts måned formåede ikke at skabe ro omkring de europæiske valutakurser.

Trods de diskontosænkninger, som Bank of England gennemførte i efteråret 1960 har den korte rente i hele 1961 ligget betydeligt højere i London end i New York og i de kontinentale finansielle centrer. Til trods herfor har der siden marts måned været tendenser til bortstrømning af kapital fra London (som i 1960 på linie med de kontinentale finansielle centrer nød godt af tilstrømningen af kort amerikansk kapital), og da såvel England som det ydre sterlingområdes betalingsbalance har vist udprægede svaghedstendenser er der opstået et pres på sterlingområdets guld- og dollarreserver. I modsætning til U. S. A. har den engelske vare- og tjenestebalance over for udlandet siden begyndelsen af 1960 været præget af ret betydelig underskud, og da der fortsat sker en vis nettoudstrømning af såvel privat som offentlig langfristet kapital fra England (fortrinsvis til det ydre sterlingområde), er den engelske valutastilling blevet overordentlig følsom over for forandringer i de korte kapitalbevægelser. Vanskelighederne på Englands løbende betalingsbalance skyldes bl. a. at afsætningsvilkårerne inden for det ydre sterlingområde – der er den engelske industris vigtigste afsætningsmarked – ikke har været særlig gunstige i de sidste år. Som følge af introduktionen af de mindre bilmodeller i U. S. A. er der samtidig sket

et fald i den engelske eksport til U. S. A., og endelig er der i løbet af 1950'erne sket en gradvis forringelse af Englands tjenestebalance over for udlandet.

I løbet af forsommeren blev det klart, at det – for at undgå et fortsat fald i de engelske guld- og dollarreserver – ville være nødvendigt at træffe hurtigt virkende foranstaltninger. Den engelske regering gav derfor i slutningen af juli meddelelse om, at man havde besluttet at iværksætte en mærkbar skærpelse af både finans- og pengepolitikken. For at reducere den indenlandske forbrugsvareefterspørgsel gennemførtes bl. a. en 10 %'s forhøjelse af de gældende omsætningsafgifter og samtidig forhøjede Bank of England bl. a. med henblik på at bremse bortstrømningen af kort kapital fra London sin diskonto fra 5 % til 7 %. For at hindre, at der som følge af de relativt beskedne engelske guld- og dollarreserver skal opstå en tillidskrise omkring sterling, har den engelske regering i august foretaget et træk på 1500 mill. dollars på Den internationale Valutafond. I henhold til en kreditaftale imellem Valutafonden og England vil England herudover have ret til inden for det næste år at trække yderligere 500 mill. dollars på Valutafonden. Valutafondens støtte til England er den mest omfattende støtte, som Fonden til dato har ydet noget medlemsland.

De trufne foranstaltninger vil sandsynligvis – ligesom de tilsvarende foranstaltninger under sterlingkrisen i 1956–57 – vise sig effektive i retning af at hindre en fortsat bortstrømning af kort kapital fra London. En varig stabilisering af sterlings internationale stilling vil imidlertid først og fremmest afhænge af, om det lykkes den engelske regering at hindre det engelske omkostningsniveau i at stige stærkere end omkostningsniveauet i andre ledende industrilande.

5. Medens hensynet til udviklingen i de engelske guld- og dollarreserver påny har tvunget den engelske regering til at føre en restriktiv økonomisk politik, har den stærke valutatilstrømning, der i de senere år har fundet sted til Schweiz og flertallet af fællesmarkedslandene givet yderligere næring til den i forvejen kraftige økonomiske ekspansion i disse lande. Skønt det schweiziske renteniveau er lavere end i noget andet finansielt center er der i perioder med valutarisk (eller politisk) uro en tendens til, at udenlandsk kapital strømmer til Schweiz. Fra schweizisk side har man under de nuværende forhold ikke ønsket at forøge banksystemets likviditet, og de schweiziske banker har derfor udnyttet den latente efterspørgsel efter obligationslån på rimelige vilkår, der til enhver tid findes, til at yde en række obligationslån til udenlandske institutioner og selskaber. Stillet over for en tilsvarende udvikling har den hollandske centralbank i april 1961 åbnet mulighed for emission af udenlandske obligationslån på det hollandske kapitalmarked.

Fra udlandets side har man forsøgt at formå de tyske myndigheder

til at gøre en mere aktiv indsats for at få presset obligationsrenten i Tyskland, der stadig er relativt høj, nedad, men dette er foreløbig kun sket i begrænset omfang. Der har derfor hidtil ikke i større omfang været basis for optagelse af udenlandske obligationslån på det tyske kapitalmarked, men man har fra tysk side forsøgt at imødegå valutatilstrømningen ved at yde forudbetaling på de lån, som Tyskland modtog i de første efterkrigsår, og der vil antagelig også i de kommende år ske en betydelig stigning i den økonomiske hjælp, som Tyskland yder til udviklingslandene. Endvidere har der vist sig begyndende tegn på, at den politiske uro omkring Berlin-spørgsmålet måske vil fremkalde en bortstrømning af udenlandsk kapital fra Tyskland.

INTERNATIONALT FINANSIELT SAMARBEJDE

6. Da en meget væsentlig del af verdenshandelen finansieres enten i dollars eller i sterling, og da en lang række lande har anbragt en del af deres valutareserver i dollar- eller sterlingtilgodehavender, vil enhver uro omkring dollar'ens og sterlings stilling kunne få vidtrækkende følger for det internationale handels- og betalingssamkvem. Under indtryk af begivenhederne i 1960–61 har der været en omfattende diskussion om spørgsmålet om, hvorvidt der var behov for en styrkelse af det internationale samarbejde på det valutariske område. Som resultat af den valutariske uro, der opstod i marts måned i forbindelse med opskrivningen af den tyske mark og den hollandske gylden, blev der på ad hoc-basis etableret et samarbejde (det såkaldte Basel-samarbejde) imellem de europæiske centralbanker. Formålet med dette samarbejde har været at imødegå virkningerne af korte spekulative kapitalbevægelser. Da det i foråret 1961 for at undgå uro omkring sterlings stilling har været af betydning at søge at imødegå tendenserne til bortstrømning af kort kapital fra London, synes det uformelle centralbanksamarbejde i første omgang at have koncentreret sig omkring bestræbelser på at styrke sterlings stilling.

Der synes imidlertid at være udbredt enighed om, at et uformelt centralbanksamarbejde ikke vil være et tilstrækkeligt grundlag til at imødegå en krise omkring en af de store internationale valutaer. Man har derfor bl.a. overvejet, om der skulle være behov for en styrkelse af Den internationale Valutafond.

I lyset af erfaringerne fra Suez-krisen blev der i 1959 gennemført en 50 %'s forhøjelse af medlemslandenes kvoter i Valutafonden. Efter denne forhøjelse andrager de samlede kvoter i Valutafonden knap 15 milliarder dollars. Da man imidlertid ikke på forhånd kan udelukke, at der vil kunne opstå en situation, hvor de 2 medlemslande med de største kvoter, U.S.A.

og England, vil henvende sig samtidig til Valutafonden, er det en udbredt opfattelse, at der trods kvoteforhøjelsen i 1959 består et behov for styrkelse af Valutafondens kapitalgrundlag.

Diskussionen omkring Valutafondens fremtid har særlig samlet sig omkring en drøftelse af 2 planer fremsat henholdsvis af den amerikanske professor Triffin og af den amerikanske økonom Edward Bernstein (der tidligere har indtaget en ledende stilling inden for Valutafonden).

Efter Triffins forslag skulle man for at eliminere de spekulative kapitalbevægelser omdanne Valutafonden til en centralbank for medlemslandenes centralbanker. Medlemslandene skulle have pligt til at indskyde en fast procent (tallet 20 procent har været nævnt som udgangspunkt) af deres konvertible valutareserver i form af guldsikrede indskud i Valutafonden, og medlemslandene skulle herudover efter eget ønske kunne erstatte en større eller mindre del af deres nuværende sterling- og dollartilgodehavender med indskud i Valutafonden. For at undgå at udsætte kapitalmarkederne i New York og London for større omvæltninger skulle Valutafonden til gengæld over en årrække forpligte sig til at holde en del af sine midler placeret i engelske og amerikanske statspapirer. Triffin er af den opfattelse, at man ved gradvis at eliminere dollarens og sterlings stilling som reservevalutaer vil skabe bedre muligheder for at undgå valutaspekulation. Som argument for Triffin-planen har det endvidere været anført, at en elimination af dollarens og sterlings stilling som reservevaluta vil gøre det lettere for U.S.A. og England at føre en ekspansiv økonomisk politik. Endelig skulle fordelen ved den af Triffin skitserede plan være, at man ved det foreslåede procentindbetalingssystem sikrede, at valutafondens ressourcer automatisk forøgedes i takt med væksten i medlemslandenes samlede valutareserver.

Da en virkeliggørelse af Triffins plan på længere sigt vil tendere imod at formindske New Yorks og Londons betydning som finansielle centrer, må det påregnes, at en gennemførelse af planen vil blive mødt med modstand inden for amerikanske og engelske bankkredse.

Bernstein, hvis indstilling antagelig i højere grad er udtryk for indstillingen i internationalt orienterede amerikanske bankkredse, har foreslået, at en række af Valutafondens ledende medlemslande skulle yde fonden kreditter på tilsammen 6 mldr. dollars. Af dette beløb var det tanken, at U.S.A. skulle indskyde 2,5 mldr. dollars, England 1 milliard dollars og andre lande (heriblandt Tyskland, Frankrig og Canada) tilsammen 2,5 mldr. dollars. Disse kreditter skulle af fonden kunne udnyttes på anfordring, idet det dog skal være en forudsætning for en udnyttelse af de enkelte kreditter, at kreditorlandets betalingsbalance udviser overskud på udnyttelsestidspunktet. Bernstein forudsætter endvidere, at der udformes smidige

regler, der giver kreditorlandene mulighed for at kræve tilbagebetaling af ydede kreditter, såfremt kreditorlandene efter ydelsen af kreditterne skulle komme i betalingsvanskeligheder.

Fra amerikansk og engelsk side synes man at være af den opfattelse, at Bernstein-planen vil være et egnet udgangspunkt for drøftelserne vedrørende en styrkelse af Valutafondens kapitalgrundlag, medens man fra fransk side synes at være mere forbeholden over for planerne om en udbygning af Valutafondens kapitalgrundlag. Der synes i visse kredse i Frankrig at være stemning for, at man – under forudsætning af, at England bliver optaget som medlem af det europæiske fællesmarked – i stedet for at udbygge Valutafonden søger at etablere et udvidet monetært og valutarisk samarbejde inden for rammerne af det europæiske fællesmarked. Som følge af de eksisterende meningsforskelle vil der sandsynligvis gå nogen tid, før det afklares, om der kan skabes enighed om en styrkelse af det internationale samarbejde på det valutariske og det monetære område.

7. Den valutariske uro i 1960–61 synes at have bevirket, at U. S. A.s interesse for transatlantisk samarbejde på det finansielle område er vokset betydeligt. Denne positive indstilling til et samarbejde på det finansielle og valutariske område har særlig vist sig i Kennedy-administrationens indstilling over for OECD-samarbejdet, hvor man fra amerikansk side synes at være indstillet på at yde en meget aktiv medvirken. Der er måske derfor håb om, at man inden for OECD-landenes kreds i løbet af de kommende år vil kunne få udarbejdet retningslinier for et nærmere finansielt samarbejde, der vil kunne bidrage til at sikre en udvikling, hvor et hensyn til valutareservernes udvikling (og et ønske om at undgå kortfristede spekulative kapitalbevægelser) ikke vil lægge unødigt stramme bånd på den økonomiske politik, der føres i reservevalutalandene. En udbygning af det finansielle samarbejde inden for OECD-landenes kreds, skulle efter alt at dømme gøre det lettere for U. S. A. og England at skabe grundlag for en mere ekspansiv økonomisk politik, end den, som man har ført i disse lande i 1950'erne. Under forudsætning af, at de politiske forhold ikke udvikler sig i ugunstig retning, skulle man tillige på denne måde kunne skabe forudsætninger for, at de private internationale kapitalbevægelser på normal måde vil kunne bidrage til at dække kapitalbehovet i kapitalimporterende industrilande.

10. 8. 1961
N. U.