DISKUSSIONEN OM VALUTAKURSERNE

Af HEINRICH SCHLEBAUM LARSEN

I de første måneder efter de vesteuropæiske landes nedskrivning af deres valutaer i september 1949 var der stort set ro om valutakurserne. I løbet af efteråret 1950 begyndte man imidlertid atter at drøfte en opskrivning af de europæiske valutaer – eller i hvert fald nogle af dem. Argumentationen for en valutaopskrivning forstærkedes og bragtes frem på et mere officielt plan i foråret 1951, da FN's økonomiske kommission for Europa (ECE) i sin årsoversigt direkte tog til orde for en sådan valutaopskrivning. Denne udvikling har sin forklaring i, at de europæiske landes betalingsstilling over for dollarområdet bedredes stærkt i løbet af 1950, samtidig med at der især efter Koreakrigens udbrud registreredes kraftige internationale prisstigninger. Hvis man opskrev de europæiske valutaers værdi (sænkede prisen på dollars), kunne man undgå, at stigningen i varepriserne, målt i dollars, førte til prisstigninger, målt i den hjemlige valuta. Man ville herved yde et væsentligt bidrag til bekæmpelsen af den indre europæiske inflation, og det syntes muligt at yde dette bidrag, da som nævnt betalingsstillingen over for dollarområdet var forbedret væsentligt. Den internationale valutafond, som principielt skal godkende valutakursændringer, har været modstander af forslaget, hvilket nok hænger sammen med, at det – som nærmere omtalt nedenfor – indebærer en principiel ændring i den internationale valutakurspolitik. Uenigheden er dog nu kun akademisk. I sommeren og efteråret 1951 forværredes Storbritanniens valutastilling så kraftigt, at problemet nu er, om England kan undgå en yderligere nedskrivning af pundets værdi.

Virkningerne af valutakursændringer.

En *devaluering* (d. v. s. en nedskrivning af pengenes værdi, således at udlandets valutaer må betales med en højere pris, målt i de devaluerende landes valutaer) udløser normalt virkninger både på priserne i de devaluerende lande og på valutabalancen. Hvis det er et større område, der devaluerer, som f. eks. i september 1949, vil devalueringen medføre et vist pres nedad på priserne i det område, som ikke devaluerer. Dette tryk fremkommer ved, at de devaluerende lande (altså i 1949 de europæiske lande og sterlingområdet) bliver mere konkurrencedygtige som sælgere på de markeder, som ikke har devalueret (i 1949 først og fremmest i dollarområdet), samtidig med at de efterspørger mindre kvanta af de varer, som fremstilles i de ikke-devaluerende lande. Men selv om

priserne falder, målt i dollars, vil de normalt stige, målt i de europæiske landes valuta, fordi dollar'en er blevet dyrere. Man må derfor regne med, at en devaluering vil føre til prisstigninger i de devaluerende lande, således som det også skete efter september 1949. Omvendt vil en *revaluering* (d. v. s. opskrivning af pengenes værdi, således at udlandets valutaer betales med en lavere pris, målt i de revaluerende landes valutaer) udløse tendenser til prisfald i de revaluerende lande eller eventuelt bevirke, at prisstigninger i udlandet hindres i at slå igennem i indlandet.

Som nævnt bevirker en devaluering, at de devaluerende lande får forøget deres konkurrenceevne over for de ikke devaluerende lande. Der vil derfor opstå en tendens til øget eksport til og mindsket import fra de ikke-devaluerende lande. Derfor må man normalt vente, at devalueringen medfører en bedring på valutabalancen, medens en revaluering vil have den modsatte virkning.

Ved en diskussion af valutakursernes højde er der således en *spænding mellem hensynet til prisudviklingen og hensynet til valutabalancen*. I efteråret 1949 måtte hensynet til valutabalancen blive dominerende. Dollarproblemet var vokset de europæiske lande og sterlingområdet over hovedet. Samtidig pegede den internationale prisudvikling nærmest i retning af prisfald, hvorfor hensynet til at undgå prisstigninger trådte noget i baggrunden. Fra sommeren 1950 var billedet imidlertid vendt om. Valutabalancen var bedret over for dollarområdet. Endvidere måtte man antage, at en moderat ændring af valutakurserne ikke ville skade valutabalancen væsentligt. Der opstod knaphed på en mængde af Europas importvarer, og salgsmulighederne til dollarområdet oversteg, hvad der kunne produceres, idet efterspørgslen steg kraftigt efter Koreakrigens udbrud. Og nu var det inflationsproblemerne, som truede med at vokse de europæiske lande over hovedet. Det var denne ændring i vilkårene, der dannede baggrund for den fornyede diskussion om valutakursernes højde.

Som baggrund for eventuelle fremtidige drøftelser af disse problemer skal nedenfor dels refereres et par undersøgelser af virkningerne af de forskellige europæiske landes devalueringer i september 1949, dels siges lidt om indholdet af den internationale valutafonds politik og om den principielle ændring heri, som FN's økonomiske Europakommission har argumenteret for.

Resultatet af devalueringerne i september 1949.

I den internationale valutafonds „Staff Papers", september 1951, meddeler den hollandske økonom *J. J. Polak* resultaterne af en undersøgelse af devalueringernes virkning på de devaluerende landes betalingsbalancer frem til midten af 1950. Devalueringernes virkninger var måske ikke helt udtømt på dette tidspunkt, men derefter er det umuligt at skille virkningerne af devalueringerne fra de økonomiske forskydninger, Koreakrigen medførte.

Fra første halvdel af 1949 til første halvdel af 1950 faldt USA's udførselsoverskud (opregnet til et helt år) fra 7.6 milliarder dollars til 3 milliarder dollars, og i forhold til de europæiske Marshall-lande alene faldt overskuddet fra 3.7 milliarder dollars til 1.9 milliarder. I mellemtiden havde England og en række andre lande, som tilsammen repræsenterer ca. 60 pct. af verdens samlede

import, nedskrevet deres valutaer med ca. 30 pct. i forhold til dollars. Spørgsmålet er herefter: Hvor stor en del af nedgangen i USA's eksportoverskud (Vesteuropas importoverskud) skyldes denne valutanedskrivning, og hvor stor en del har andre årsager?

Polak har i sin undersøgelse dels direkte set på betalingsbalancen for de lande, som nedskrev deres valutaer med 30 pct., dels benyttet sig af sammenligninger med de europæiske lande, som ikke devaluerede, eller som kun nedskrev deres valutaer med 10–15 pct. (for kortheds skyld i det følgende betegnet som „de ikke-devaluerende lande", medens „de devaluerende lande" er reservert for de lande, som fulgte det engelske pund helt ned).

Dollarværdien af *de devaluerende landes eksport til USA* steg fra første halvdel af 1949 til første halvår 1950 med 10–15 pct. Fra efteråret 1948 havde der i det amerikanske næringsliv været en tydelig nedgangskonjunktur, som også havde ramt de europæiske landes eksport til USA. Omtrent samtidig med devalueringen bedredes de amerikanske konjunkturer. Denne bedring kan ikke være fremkaldt af devalueringerne, men den har uden tvivl været en medvirkende årsag til stigningen i Europas eksport til USA. Denne antagelse bekræftes af, at dollarværdien af de ikke-devaluerende landes eksport til USA i samme periode steg med 5–10 pct. Stigningen i dollarværdien af de devaluerende landes eksport til USA som følge af devalueringerne kan således næppe sættes højere end ca. 5 pct. Da priserne, målt i dollars, faldt med ca. 15 pct. som følge af de devaluerende områders større konkurrenceevne, må eksportmængderne være steget med 30–35 pct., hvoraf altså kun ca. halvdelen kan tilskrives devalueringernes virkninger.

Eksporten til Canada og Latinamerika har i den betragtede periode været faldende. Disse områders import fra USA og de devaluerende og ikke-devaluerende lande faldt med 10 pct., medens importen fra de devaluerende lande alene (excl. Vesttyskland) kun faldt med 3 pct. En mindre del af den relative forbedring for de devaluerende lande kan vel forklares ved, at visse af de sydamerikanske lande af valutamæssige grunde har nedskåret importen fra dollarområdet. Medregnes Vesttyskland må man dog sikkert regne med, at devalueringerne har medført en forbedring i dollareksportens værdi på en halv snes procent.

De europæiske Marshall-landes *import fra USA* faldt i den betragtede periode med ca. 32 pct. Næsten hele denne nedgang må imidlertid tilskrives, dels at sterlingområdet i efteråret 1949 gennemførte en betydelig stramning af restriktionerne over for dollarområdet, dels at den europæiske produktion øgedes så meget, at en betydelig omlægning af forsyningerne fra USA til Europa kunne foretages. For denne forklaring taler, at en væsentlig del af nedgangen i importen indtrådte før devalueringerne, at de ikke-devaluerende landes dollarimport praktisk taget faldt i takt med de devaluerendes, og at nedgangen i dollarimporten var ledsaget af en kraftig stigning i handelen mellem de europæiske lande. Fra tredie kvartal 1949 til første halvår 1950 faldt importen fra USA kun med 8 pct., og heraf kan en del skyldes de bedre forsyningsforhold i Europa. Da heri endvidere er indbefattet en betydelig sæsonmæssig nedgang i importen af bomuld og tobak, vil det ses, at devalueringen næppe har reduceret

importen fra USA særlig meget. Lignende resultater finder Polak med hensyn til importen fra Canada.

Polak finder ikke dette resultat særligt overraskende. Når man i forvejen havde en stram regulering af importen fra dollarområdet, måtte devalueringen i højere grad medføre en *lettelse i presset på kontrolmyndighederne* end en egentlig nedgang i importmængden. Herved blev i hvert fald en del af kontrolmyndighedernes virksomhed overtaget af prismekanismen, og man fik derigennem efter Polaks opfattelse en mere hensigtsmæssig fordeling af de knappe dollars mellem forskellige formål og konkurrerende forbrugere.

Endelig peger Polak på, at devalueringen medførte en betydelig eengangsvirkning, fordi den *standsede den spekulative kapitalflugt* fra Europa til dollarområdet. I månederne før devalueringernes gennemførelse bevirkede f. eks. rygterne om pundets nedskrivning, at engelske eksportører så længe som muligt lod deres dollareksportindtægter stå som dollartilgodehavender, medens importørerne fremskyndede deres betalinger så meget som muligt – de første for at få mere for deres dollars, de sidste for at undgå at betale mere for hver dollar. Derigennem formindskedes de europæiske landes dollarbeholdning stærkt frem til devalueringerne. Efter devalueringerne vendte man tilbage til de gamle betalingssædvaner. En stor del af væksten i reserverne efter devalueringerne skyldtes ifølge Polak denne gradvise tilbagevenden til mere normale forhold.

E.C.E.'s forslag om variable valutakurser.

Lignende resultater nåede FN's økonomiske kommission til i sin økonomiske årsoversigt for 1950 (udsendt i maj 1951).

Det var i denne oversigt, kommissionen tog til orde for en *revaluering af pundet* og eventuelt andre europæiske valutaer. Som antydet ovenfor, er forudsætningerne for selve revalueringsforslaget nu bristede, men forslaget rummede som nævnt en principiel ændring i valutapolitiken, som peger udover den aktuelle situation i foråret 1951.

Det er ikke hensigten her at gennemgå problemerne omkring *den internationale valutafond og dens målsætning*. Et kort résumé vil dog være nødvendigt som baggrund for kommissionens forslag. Man havde før den anden verdenskrig gjort bitre erfaringer med hensyn til valutaproblemerne. Dels havde man set, hvorledes frygten for, at de forskellige lande skulle foretage en devaluering, havde fremkaldt store spekulative kapitalbevægelser, som virkede ødelæggende på den internationale långivning. Dels havde man erfaret, at en devaluering ikke førte til en sikker ligevægt i den internationale samhandel. Når et land havde søgt at skabe ligevægt gennem en devaluering, blev denne ligevægt nemlig hurtigt ødelagt derigennem, at et andet land også devaluerede for at bevare konkurrenceevnen. Og på denne måde opstod der et devalueringskapløb mellem landene.

På baggrund af disse erfaringer har man oprettet den internationale valutafond, som har til formål at fungere som en art clearinginstitut mellem landene. Betalingerne skal ikke balancere mellem landene to og to. Overskud over for et land anvendes til betaling i et andet land. De enkelte deltagere stiller et vist

beløb i guld og egen valuta til rådighed for den internationale valutafond. Ønsker nu f. eks. Danmark at købe varer fra De forenede Stater, er det meningen, at Danmark skal kunne henvende sig til valutafonden og for danske kroner købe dollars – hvorved valutafondens beholdning af dollars mindskes, medens kronebeholdningen vokser. Danmarks ret til at købe fremmed valuta er dog begrænset derved, at der for de enkelte lande er sat en grænse for, hvor stort et beløb i deres valuta fonden er forpligtet til at ligge med, ligesom der er fastsat strafrenter, hvis visse nærmere angivne grænser overskrides.

Samtidig med, at et land får ret til at trække på fonden, påtager det sig imidlertid en *pligt til ikke at ændre sin valutakurs med mere end 10 pct.* Ændringer ud over denne grænse kan kun ske med fondens samtykke, og en betingelse for, at dette samtykke bliver givet, er, at ændringen sker for at rette en fundamental uligevægt i samhandelen med udlandet. Hermed søger man at sikre sig, at alle ændringer virkelig går i retning af større ligevægt, samt at de ikke fører til konkurrencedevalueringer.

Selv om fonden ikke har kunnet fungere så automatisk, som det var tanken, har den dog søgt at påvirke udviklingen i retning af det her nævnte mål: Ændringer i valutakurserne må kun ske, hvis der er opstået en fundamental uligevægt i samhandelen med udlandet. Devalueringerne i september 1949 var også i god overensstemmelse med denne målsætning.

Det er denne politik, FN's økonomiske kommission har foreslået ændret i sin årsoversigt. Det siges heri, at en af betingelserne for, at man kan anvende valutakursændringer som et middel til at imødegå den inflation, som truer Europa, er, at *valutakurserne gøres bevægelige.* Det betyder ikke, at kurserne skal svinge fra dag til dag. Men det indebærer, at muligheden for at ændre valutakurserne altid skal være til stede, altså at valutamyndighederne skal være villige til – og i stand til – at tilpasse kurserne på ethvert tidspunkt, i hvilken retning og i hvilket omfang det synes hensigtsmæssigt.

Rapporten anfører, at en sådan smidighed i kursfastsættelsen er en fordel i en verden, hvor de faktorer, der øver indflydelse på valutabalancen og de øvrige økonomiske størrelser, skifter så pludseligt og så gennemgribende, at det er en illusion at tro, at man een gang for alle kan fastsætte stabile valutakurser. Faste valutakurser forudsætter efter kommissionens opfattelse, at der er en vis stabilitet i de til grund liggende økonomiske forhold. Man mener endvidere, at opretholdelse af pengenes købekraft over for varer er et vigtigere mål end stabile valutakurser.

Det konkrete forslag om en revaluering af visse europæiske valutaer er som nævnt næppe aktuelt længere. Derimod må det antages, at den principielle spænding mellem valutafondens standpunkt og det standpunkt, som FN's økonomiske Europakommission står som advokat for, fortsat vil bestå og før eller siden kan føre til nyt røre om valutakurserne, evt. med spekulative kapitalbevægelser til følge.