

Hermod Skånland

Kursfastsettelsen i det
internasjonale valutasystem



Kursfastsettelsen i det internasjonale valutasystem

*Foredrag av direktør Hermod Skånland
i Polyteknisk Forening 22. oktober 1974*

Jeg skal i dette foredrag konsentrere meg om de sider ved valutasystemet og arbeidet med en valutareform som har forholdsvis direkte betydning for kursbevegelsene, og la andre spørsmål – som internasjonal likviditetsskapning, gullets skjebne og sammenhengen mellom valutasystem og utviklingshjelp – ligge i denne forbindelse. Rett nok er det så at alt henger sammen, men man behøver ikke derfor nødvendigvis behandle alt på en gang.

Fram til august 1971, og senere fra juletider samme år og fram til mars 1973, levde verden som kjent under et system hvor kursforholdet mellom de ulike valutaer i prinsippet var fast. Kursforholdene kunne imidlertid endres ved politisk beslutning, og endringene var da som oftest ganske markerte, særlig hvis det gjaldt en devaluering. Eksportører hadde altså heller ikke under det system som da gjaldt, noen absolutt sikkerhet for å motta den betaling regnet i egen valuta, som de hadde ventet da kontrakten ble inngått, men om tiden ikke var alt for lang mellom kontraktinngåelse og betaling, kunne man for praktiske formål i regel se bort fra faren for eller utsiktene til kursendring.

Som kjent, brøt dette systemet sammen i fjor vår. Allerede før den tid hadde viktige valutaer – i første rekke britiske pund, senere også italienske lire og sveitserfranc, opphørt å holde en fast kurs til andre va-

lutaer og latt kursen avhenge av etterspørsel og tilbud på valutamarkedene, eller som man sier: De hadde gått over til flytende kurser. Så lenge det enda eksisterte et fast forhold mellom dollar og de fleste andre valutaer, så vel europeiske som oversjøiske, var likevel ryggraden i Bretton Wood-systemet intakt. Etter at også kursforholdet mellom dollar og europeiske valutaer ble gjort flytende, var imidlertid dette systemet definitivt forlatt.

I akademiske kretser, både på den ene og den annen side av Atlanterhavet, hadde man allerede lenge gått inn for flytende kurser, idet man gikk ut fra at markeds-kreftene da ville løse de utenriksøkonomiske problemer, slik som et er foreskrevet i teorien for internasjonal handel. I enkelte land som hadde vært særlig utsatt for spekulasjon under systemet med paritetskurser, var heller ikke myndighetene særlig ulykkelige over den lettelse det innebar å kunne fraskrive seg ansvaret for å holde bestemte fastlagte kurser. I de fleste land var imidlertid både politiske myndigheter og sentralbankfolk av den oppfatning at gamle dagers trygghet var å foretrekke.

Svakhetene ved det tidligere valutasystem var likevel erkjent allerede før sammenbruddet. På sitt årsmøte høsten 1972 etablerte derfor Det internasjonale pengefond en 20-mannsgruppe av ministre til å utarbeide et reformert system. Da disse

kom sammen til sitt første ordinære møte i slutten av mars året etter, noen uker etter at kursforholdet mellom dollar og europeiske valutaer var overlatt til markedskreftene, erklærte de at reformen skulle ta sikte på å komme tilbake til stabile, men justerbare kurser. I de skisser til reform som senere er lagt fram, har da dette også stadig vært siktepunktet. Da ministrene møttes i Nairobi i fjor, la de fram den første «Outline of Reform» og satte seg som mål å komme fram til et samlet revidert system senest i sommer. Men den internasjonale inflasjon, og særlig forhøyelsen av oljepri-sene som fulgte kort etter Nairobi-møtet og som har brakt forskyvninger i betalingsbalansene av hittil ukjent størrelse, førte til at de oppgav dette målet da de neste gang kom sammen i januar i år. I stedet ville man konsentrere seg om visse foreløpige og påtrengende tiltak. Disse inngår i en revidert «outline» som dessuten inneholder en oversikt over «det reviderte system». Dette siste holder imidlertid, som jeg skal komme tilbake til, mange muligheter åpen, og det er derfor enda langt fram til det er oppnådd enighet om hvordan det skal se ut. De mer videregående reformplaner er således for tiden lagt på hyllen i påvente av roligere tider i verdensøkonomien.

Det kan likevel være verdt å se nærmere på hva som tross alt er oppnådd, og hva vi kan vente oss av den nære og den fjernere fremtid.

Da man først gikk over til flytende kurser, var det en alminnelig oppfatning at sentralbankene ikke burde intervensjon, altså kjøpe og selge valuta. Kursfastsettelsen skulle overlates til markedskreftene med de daglige svingninger dette ville medføre. Flytingen skulle være såkalt ren. Det viste

seg imidlertid at kursutslagene ble sterkere enn man vel hadde ventet, og at de slett ikke gjenopprettet balansen i utenriksøkonomien så effektivt som teorien tilsa. Etter hvert ble derfor sentralbankenes intervensjon en regulær og akseptert foreteelse også under flytesystemet.

Men kurspolitikken angår ikke bare ens eget land, den angår også ens handelspartnere. Derfor er det behov for at også den politikk som blir ført under et system med flytende kurser, tar tilbørlige hensyn til andre lands interesser. Et av de umiddelbare tiltak man har kunnet enes om i forbindelse med reformplanene, er derfor etableringen av et sett med «Regler for flyting». Disse reglene pålegger et land å intervensjon for å unngå tilfeldige dag til dag-svingninger i kursene og gir landet adgang til intervensjon for å forhindre liknende svingninger fra måned til måned eller fra kvartal til kvartal. Videre gir det Fondet adgang til å ta opp kurspolitikken med vedkommende land hvis man mener at kursutviklingen beveger seg bort fra hva som må anses å være rimelig på noe lengre sikt. Det gir således Fondet en viss autoritet overfor et land med flytekurs, men den endelige avgjørelse i slike spørsmål vil fortsatt ligge hos landet selv.

Et annet tiltak man er blitt enig om, er å etablere et Råd, eller som det foreløpig heter, en Interimskomité, bestående av ministre som skal komme sammen tre til fire ganger i året både for å overvåke utviklingen i internasjonale betalinger og for å føre arbeidet med en valutareform videre. De nordiske land vil i de to første årene være representert i komitéen ved finansminister Kleppe. I den utstrekning Interimskomitéen viser seg å være en suksess, kan

etableringen av den også få betydning for å unngå alt for sterke og tilfeldige svingninger i valutakursene, noe ingen kan være interessert i.

Endelig kan det være verd å nevne den forpliktelse medlemslandene ble innbudt til å påta seg til ikke å utvide restriksjoner på handel eller andre løpende transaksjoner uten at samtykke til dette er innhentet fra Fondet. Det er vanskelig å si hvor mye dette siste kan bety i praksis, men det skulle i alle fall innebære et visst moralsk press mot etablering av handelsrestriksjoner i de nærmeste to årene som forpliktelsen foreløpig skal gjelde.

Siden det ikke lyktes å komme fram til enighet om en samlet reform på det nåværende tidspunkt, taler man i dag om reformen som en gradvis utviklingsprosess. Og det er vel tenkelig at man i tiden framover kan få løst en del vanskelige spørsmål som behandlingen av gullet, anvendelsen av de spesielle trekkrettigheter i Fondet, de såkalte SDR, og en styrking av Fondets rolle som internasjonal sentralbank og formidler av kortsiktige og mellomlange kreditter. Men jeg tror det er realistisk å regne med at tilbakevending til systemet med faste pariteter vil høre med til de siste skritt i en slik utvikling. Vi må nok derfor regne med å leve med flytende kurser i de nærmeste årene framover.

I internasjonale finansketser synes etter hvert den oppfatning å bre seg at det egentlig går ganske bra med flytekurser, og at praksis selv har skapt den reform som er nødvendig. Men slike kretser domineres jo av de større land hvor utenrikshandelen bare utgjør en forholdsvis beskjeden del av den samlede omsetning av varer og tjenester. Det sier seg selv at man langt lettere

kan leve med den usikkerhet som skiftende kurser innebærer når dette bare berører en liten del av den samlede omsetning av varer og tjenester, enn når det gjelder en vesentlig del av produksjonen, slik det vil gjøre i små land med en utadvent økonomi. For store land vil det også være av større betydning enn for mindre at de slipper å ta så mye hensyn til utenriksøkonomien under utforming av sin interne økonomiske politikk som de må gjøre under et system med faste kurser. Underskott og overskott skal jo i prinsippet være selvkorrigerende gjennom deres utslag i kursene. Rett nok vil f. eks. et kursfall gi utslag i prisene, men dette vil ha mindre betydning hvor utenriksøkonomien spiller en forholdsvis begrenset rolle. Likevel har den senere tid gitt eksempel på at prisvirkninger av et kursfall også i USA tross alt er alvorlig nok til at den må tillegges vekt.

Selv om de ivrigste paritetstilhengere etter hvert synes villig til å innrømme at det lar seg gjøre å leve også med flytende kurser, må man på den annen side si at systemet heller ikke har svart til de forventninger som forkjemperne for det hadde. Med de kurssvingninger som vi hittil har hatt, er det naturlig at spekulative transaksjoner slett ikke har opphørt. Men mens spekulasjoner foran en forventet paritetsendring under det tidligere system gav store muligheter for gevinst og små muligheter for tap siden man alltid kjente retningen av en eventuell endring, er spekulasjoner under flytesystemet atskillig mer risikofylte. I alle fall så lenge sentralbanken ikke intervensjoner, forblir jo både gevinst og tap innenfor den private sektor, slik at den enes brød blir den annens død. Og at det siste kan tas nesten bokstavelig, bærer de bankkrakk vi

har sett ute i verden, vitnesbyrd om. Men selv om man til slike begivenheter kan si at som man reder, så ligger man, er det slett ikke sikkert at samfunnsøkonomien som helhet er tjent med at tilliten til banksystemet svekkes.

Det ser heller ikke ut til at flytesystemet gir noen god automatikk for gjenoppretting av betalingslikevekt. Med de store driftsunderskudd på grunn av oljeprisforhøyelsen som de industrialiserte land for tiden har, får man riktignok ikke noen tilfredsstillende prøve på dette. Før disse satte inn, var det imidlertid tendenser til overreaksjon i kursbevegelsene. Valutamarkedene reagerte på forholdsvis kortsiktige forventninger, og et kursfall hadde derfor lett for å trekke med seg ytterligere kursfall inntil det var åpenbart for markedet at man nå var kommet for langt. Men de realøkonomiske virkninger av et kursfall var mye langsommere, slik at reaksjonen i landets driftsbalanse ville melde seg først flere år senere, og da med såpass stor styrke at man gikk fra et kraftig underskott til kanskje et tilsvarende overskott, og for verdensøkonomien som helhet kunne begge deler være like uheldig. Forholdet ville være det samme, men med motsatt fortegn overfor en valuta som tenderte til å stige i kurs.

For norsk næringsliv har det i denne perioden vært av stor betydning at vi gjennom vår deltakelse i det som enda finnes igjen av EF's valutasamarbeid, har kunnet holde kursforholdet noenlunde fast i forhold til handelspartnere som til sammen dekker 45% av vårt varebytte. Når dette samarbeidet i dag bare omfatter fem av ni EF-land (som til sammen har bare 35% av EF's folketall) og dessuten to land utenom EF, er det i grunnen rimeligere å se på det som

en DM-blokk enn som noe som er knyttet spesielt til EF. Men man skal ikke utelukke at noen av de EF-land som i dag ikke deltar, kan komme til å vende tilbake til samarbeidet dersom de forsøk som for tiden gjøres på å blåse nytt liv i den økonomiske integrasjon i EF, skulle vise seg å føre fram. Betydningen for oss av fortsatt deltakelse vil da øke tilsvarende.

For de nærmeste år må vi altså regne med fortsatt å ha flytende kurser i forhold til en rekke hovedvalutaer, men kan på den annen side håpe på et fortsatt kurssamarbeid med noen av våre viktigste handelspartnere. Hva er så utsiktene på lengre sikt? Er det håp om at vi skal kunne vende tilbake til de stabile forhold vi hadde inntil august 1971?

Som sagt, er det den uttalte målsetting for arbeidet med en valutareform å kunne vende tilbake til et system med faste, men justerbare kurser. Men mens hovedvekten i Bretton-Wood-systemet lå på faste, har det i den senere tid funnet sted en tyngdeforskyvning over mot justerbare. Jeg tror derfor ikke vi noen gang kommer tilbake til situasjonen, slik den var til henimot slutten av 1960-årene, da det nærmest var en verdenssensasjon når en av de viktigste valutaer ble endret i paritet. Dette systemet førte til store overskott og underskott i landenes betalingsbalanse med en opphopning av valutaer i enkelte land, mens andre om igjen og om igjen måtte treffe deflasjonistiske tiltak for ikke å komme i betalingsvanskeligheter. Om ikke USA gjennom sine underskott hadde forsynt verden med likviditet, hadde virkningen av dette vært enda mer følbare. Særlig fra USA's side har det under arbeidet med reformen vært lagt stor vekt på å finne fram til et system som mest

mulig automatisk skulle gi varsel når det var behov for at et land la om sin politikk med sikte på å bedre likevekt i betalningene, om nødvendig ved at valutakursen ble justert. Det system man har forsøkt å konstruere, skulle i formen virke symmetrisk overfor land med underskott og land med overskott, men all den stund land med vedvarende underskott i alle fall vil være underlagt det press som en synkende valuta-beholdning innebærer, ville et slikt mer automatisk system i praksis i første rekke rette seg mot overskottslandene. På bakgrunn av de erfaringer USA hadde høstet fram til 1971, gjaldt det å finne fram til et system som ville ha forpliktet land som Japan og Vest-Tyskland til sterkere og hyppigere revalueringer som kunne ha bidratt til å begrense de amerikanske underskottene. Under forhandlingene gav de tidligere overskottsland uttrykk for stor skepsis overfor en slik automatikk, og resultatet, slik det er nedfelt i et vedlegg til den reviderte skisse til reform, innebærer at man fra begge sider har gått et stykke på vei for å møte den annen part. Noen tilnærmet enighet om hva slags system som skal etableres, er imidlertid ikke oppnådd, og det gjenstår for fremtidige forhandlinger å finne fram til en alment akseptert ordning når man en gang måtte komme så langt at man er villig til å gjennomføre et system basert på i prinsippet faste kursforhold. Men før den tid kan man ha fått andre betalingsmessige konstellasjoner enn de man tidligere har resonnet på grunnlag av.

Ingen vil vel i dag våge noen særlig fast spådom om når tiden vil være moden for å vende tilbake til faste kurser. Men det er realistisk å regne med at det ikke skjer så lenge de fleste land i verden har gigantiske

underskott som motsvares av overskott i en liten gruppe oljeeksporterende land. Et system som er basert på at landene skal sikte mot balanse i sin utenriksøkonomi, lar seg simpelthen ikke praktisere i denne situasjon, og det ville være en ulykke for oss alle om man forsøkte på det. En annen betingelse synes å være at den nåværende internasjonale inflasjon er brakt i alle fall noenlunde under kontroll. I en tid med vidt forskjellig kostnadsstigning rundt omkring i landene ville et forsøk på å etablere faste kursforhold måtte medføre så hyppige justeringer at fastheten ville bli nokså illusorisk. Og i dag er det vanskelig å se når vi igjen kan komme tilbake til de tidligere idylliske forhold med 3-4% årlig prisstigning, forhold som tross alt den gang gjorde oss meget bekymret over den ustoppelige inflasjonen.

En som kommer fra sentralbanken, skal kanskje være forsiktig med å si noe om vår egen kurspolitikk, men så lenge det gjelder teoretiseringer langt fram i tiden, er det vel likevel ikke så farlig. For det første er det klart at også vi, som medlem av IMF, eventuelt vil kunne bli underlagt et mer eller mindre automatisk system med såkalte objektive indikatorer, i første rekke størrelsen på valutabeholdningene, som skal kunne gi signal om at økonomiske tilpasninger, eventuelt kursjusteringer, er påkrevet. På den annen side vil vi, til tross for oljen, ikke være blant de betydelige land i verdensøkonomien, og innenfor et system med bare lite automatikk vil vi derfor neppe bli utsatt for noe sterkt press i retning av kursjusteringer. Et annet spørsmål er hva vi selv ser oss tjent med i så måte. Og i denne forbindelse kan det være grunn til å påpeke at selv om vi får store overskott

på vår driftsbalanse, vil ikke dette i seg selv gi noe særlig sterkt argument for revaluering. Slike overskott vil kunne plasseres som langsiktige fordringer overfor andre land eller overfor internasjonale institusjoner som Verdensbanken eller IMF og behøver ikke føre til noen økning i valutabeholdningene som skulle gi andre land grunn til å kreve norsk revaluering. Og et driftsoverskott gir i seg selv heller ingen grunn til revaluering, sett fra et norsk synspunkt. Det er norske myndigheters uttalte hensikt å holde igjen på tempoet i olje- og gassutvinningen for at strukturomlegningen i norsk økonomi ikke skal gå for raskt. Revalueringer som svekker det øvrige norske næringslivs konkurransevne, vil i seg selv bidra til å påskynde strukturomlegningen og således isolert sett virke i motsatt retning av den politikk som søkes fulgt. Bare hvis vi kan begrense de øvrige nominelle kostnadsstigninger i norsk næringsliv så mye at

en revaluering kan forsvares innenfor det tempo for strukturomlegging som vi ønsker å ha, vil en slik styrking av kronen være i samsvar med den realøkonomiske målsetting. Dette utelukker selvsagt ikke at en kursjustering kan inngå som et virkemiddel nettopp for å begrense kostnadsstigningen i forhold til hva den ellers ville blitt. Men da må man også ha en rimelig sikkerhet for at en slik kostnadsbegrensning faktisk blir gjennomført, noe som kan bli vanskelig dersom det ikke lykkes å få et inntektspolitisk samarbeid inn i noenlunde faste former.

Oljeøkonomien vil forhåpentligvis i løpet av noen år gi oss et friere utenriksøkonomisk armslag enn vi er vant til å ha. Men om vi vil behold kontrollen med utviklingen i vårt eget samfunn, fritar ikke det oss fra å vise vanlig nøkternhet med anvendelsen av våre midler, det være seg gjennom inntektsøkninger eller gjennom den offentlige finanspolitikk.