

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Oktober 2008

BRETTON WOODS II – HVA ER DET?

Ved Bretton Woods systemet fra 1944 ble den amerikanske dollaren bundet til gull og andre lands valutaer bundet til dollar. Resultatet var et fastkurssystem – den såkalte gull-dollar standarden. Den finansielle krisen vi nå er midt oppe i, har avdekket alvorlige mangler med det internasjonale finansielle systemet. Dagens fokus på en ny Bretton Woods avtale går på behovet for global overvåkning av bank- og finansvesen og av finansielle strømmer mellom land. Det må også bli anledning til å sette i verk korrigerende tiltak dersom klare ubalanser synes å være under utvikling.

Den økonomiske utviklingen i mellomkrigstiden var ikke mye å glede seg over. Heftig bruk av seddelpressen for å finansiere økte statlige utgifter som den første verdenskrigen (1914-1918) dro med seg, gav tiltakende inflasjon inn i 1920-årene. For Winston Churchill, som den gang var finansminister i Storbritannia, var innfrielsen av løftet om at ett britisk pund skulle kjøpe 7,32 gram gull, et moralsk spørsmål. For å innfri dette løftet måtte prisen på gull – så vel som det generelle prisnivået – kraftig ned. En periode med deflasjon gikk forut for gjeninnføringen av gammel gullparitet for pundet i 1925. Etter seks år glapp taket. Finanskrisen som kom i kjølvannet av krakket på New York børsen i oktober 1929, tilsa at det hensiktsmessige fikk forrang for det moralske. Pundet fløt.

I 1932 slo USA inn på en proteksjonistisk linje. For å beskytte eget næringsliv vedtok Kongressen stadig økende tollsatser på importerte varer. Andre land fulgte etter. Hyppige nedskrivninger av valutaer ble også tatt i bruk for å vri konkurransesituasjonen til egen fordel. Etter hvert innså datidens ledende nasjoner – USA, Storbritannia og Frankrike – det meningsløse i en slik politikk. Et samarbeid kom i gang for å stabilisere valutakurser og bedre mulighetene for internasjonalt varebytte.

I september 1939 gikk Adolf Hitler til angrep på Polen. Neville Chamberlain, britenes statsminister som etter møtet med Hitler i München hadde forkynt ”fred i vår tid”, erklærte krig. Året etter tok Churchill over som statsminister. Med en optimisme og en ukuelig vilje, kombinert med en stahet det tidvis kunne bli litt for mye av, men som egentlig trengtes der og da. Etter japanernes angrep på Pearl Harbor i desember 1941, kom Amerika fullt ut med i

krigen. Dermed var utfallet gitt. Spørsmålet var hvor lang tid det ville ta før aksemaktene var nedkjempet.

Bretton Woods avtalen etableres

Våren 1944 kalte USA og Storbritannia en mengde nasjoner sammen til et møte i Bretton Woods i New Hampshire der temaet var retningslinjer og regler for det økonomiske samkvemmet mellom land når krigen en gang var over. John Maynard Keynes fra Storbritannia, tidens (kanskje tidenes?) fremste økonom, og Harry Dexter White, øverste embetsmann i det amerikanske finansdepartementet, var de ledende aktørene. Her ble det enighet om å etablere tre organisasjoner:

- for lån og kapitaloverføringer mellom land (Verdensbanken)
- for fremme av internasjonal handel (GATT som først ble etablert i 1948 og som nå heter WTO, verdens handelsorganisasjon)
- for å holde orden på valutakurser, betalingsbalanser og valutareserver (IMF)

Når man nå snakker om Bretton Woods systemet, er det oppgavene til Det internasjonale pengefondet (IMF) man først og fremst har i tankene. Keynes og White ble enige om et system der USA binder valutaen sin til gull, og andre land binder sine valutaer til dollar. Et fastkursystem – den såkalte gull-dollar standarden – var et faktum. Mellomkrigstidens traurige erfaringer skulle unngås. Amerika fikk en nøkkelrolle. Når alle andre land låser kursen mot dollar, blir det ikke rom for noen egen valutakurspolitikk for USA.¹ Med USD som reservevaluta fikk amerikanerne det som general de Gaulle senere kalte ”an exorbitant privilege” – andre lands behov for å akkumulere fordringer i dollar, gjorde det lett for USA å ha underskudd i sin handel med utlandet. Og videre, mens andre lands opplåning skjer i fremmed valuta, skjer amerikanernes i egen valuta.

Bretton Woods systemet hadde to hovedpilarer; faste valutakurser og kontroll på kapitalbevegelsene. Imidlertid var her innebygget en viss fleksibilitet. Dersom et land skulle oppleve en ”fundamental ulikevekt”, kunne man akseptere en endring i sentralkursen.

Med kontrollen på kapitalbevegelser ble det lettere å holde valutakursen fast. Ingen spekulanter kunne kjøre en valuta i grøfta. Landene selv kunne imidlertid gjøre det. Ganske enkelt ved vedvarende høyere inflasjon enn andre land. Briter og franskmenn viste hvordan. Tyskere gikk i motsatt retning. Erfaringene med hyperinflasjon fra Weimar-republikkens dager på 1920-tallet, hadde vaksinert det tyske folk mot inflasjon.

Med sprikende inflasjon i ledende land, oppstå ”fundamental ulikevekt”. Britiske pund og franske franc måtte skrives ned. Tyske mark skrives opp. Men hva med dollaren?

¹ La det være kun to valutaer i verden, norske kroner og britiske pund. Om man enes om at ett britisk pund skal koste ti norske kroner, følger det at én norsk krone skal koste 10 pence. Med to valutaer er det bare rom for én uavhengig valutakurs. Med n valutaer er det tilsvarende bare rom for (n-1) uavhengige valutakurser. For den n-te valutaen i Bretton Woods systemet – den amerikanske dollaren – var det ikke rom for noen selvstendig valutakurs. Bemerk også at med stadig økende handel, er det behov for større valutareserver i et fastkursregime. Når USA har underskudd på sin handelsbalanse, får andre land økt sine beholdninger av dollar.

Fastkurssystemet sprekker

Da Amerika under president Richard Nixon ikke lenger maktet å holde prisstigningen nede på et moderat nivå, røyk bunnplanken i fastkurssystemet. USA trengte selv å devaluere. I august 1971 innførte Amerika ti prosent toll. I desember samme år prøvde man å lappe på systemet ved å la USA skrive ned sin dollar mot blant annet tyske mark og japanske yen. Men løpet var kjørt. I februar 1973 gikk verden de facto over til flytende valutakurs mellom de ledende valutaene.

Behovet for en ny avtale

Bretton Woods II, som Italias finansminister Giulio Temonti en tid har snakket om, og som britenes statsminister Gordon Brown nylig har ivret for, hva er det? To forskjellige ting.

Den italienske varianten går ut en tilbakevending til fastkursregime fra perioden frem til tidlig på 1970-tallet. I så fall må internasjonale kapitalbevegelser begrenses. Noe à la den kinesiske modellen, der direkteinvesteringer fra andre land ønskes velkomne, men ikke rene porteføljeplasseringer. De første fører med seg kompetanse og realøkonomiske fordeler. De siste er flyktige, og kan lett skape problemer for rente- og valutapolitikken. Jeg synes en slik politikk har mye for seg. Men tviler på om dem som bestemmer her i verden, deler denne oppfatningen.

Gordon Browns tanker om Bretton Woods II går mer på overvåkning og kontroll av det eksisterende systemet. I kjølvannet av den finanskrisen vi nå er midt oppe i, er det lett å peke på skjevheter man ikke trenger nøle med å rette opp:

- Regelverket for finansinstitusjoner må gi økt innsyn i hva de driver med. Special Investment Vehicles (SIV), lagt til Cayman Islands, uten at noen vet hva som ligger der, er helt uholdbart. Gode sentralbanker har som honnørord Gjennomsiktighet og Ansvarlighet. Det må også gjelde for investeringsbanker og hedge fonds.
- Banker transformerer korte innskudd til lange utlån. All finansvirksomhet handler om tillit. Har banken pengene mine den dagen jeg vil ha dem ut? Større krav til egenkapital vil gi økt tillit. Det bør komme.
- ”Mark to market” hver dag, i kombinasjon med Basel II-avtalen, hvor lurt er det? Som reglene nå er, vil banker og andre finansinstitusjoner ha god og økende egenkapital i gode tider og dermed kunne øke sine utlån. I dårlige er det motsatt. Men dette fører til ”medsyklisk” atferd. Basel II-reglene er allerede modne for omskrivninger.
- Ytterligere harmonisering av regelverket internasjonalt og nærmere samarbeid mellom ulike lands reguleringsmyndigheter.
- Utvidede oppgaver til IMF (eller en ny organisasjon etablert for formålet) for et globalt system for overvåkning av bank- og finansvesen og av finansielle strømmer mellom land, med anledning til å sette i verk korrigerende tiltak dersom klare ubalanser synes å være under utvikling.

Dagens krise har avdekket at måten vi tenker omkring penge- og valutapolitikk på, også er moden for revurdering.

Prisutviklingen i eiendoms- og aksjemarkeder, og ikke bare prisstigningen for varer og tjenester, bør vurderes når sentralbanker fastsetter sine styringsrenter. Siden vi ikke kan vite

om en boble er under utvikling, skal vi ikke prøve å punktere den, mente Alan Greenspan, men heller stå klar til å feie opp når/om den sprekker. Det vil neppe være god latin i tiden fremover.

Om boligpriser skyter fart, og åpenbart går ut over et nivå som er rimelig, bør sentralbanker gripe inn. Vår egen gjorde det på forbilledlig vis i februar 2007. I årstalen gikk Svein Gjedrem nøye inn på prisutviklingen i boligmarkedet. Og advarte folk om at prisutviklingen her trolig snart ville snu. "Boligmarkedet kan nå være preget av eufori", sa Gjedrem.

Knut Wicksell – den største økonomen Sverige har fostret – så det som sin "förnämsta plikt att uppfostra det svenska folket". Å informere og å oppdra borgerne er en viktig oppgave for sentralbanksjefer i dag.

Krise og krise, fru Blom

I et større bilde vil en ny Bretton Woods konferanse øke sjansene for at forhandlingene om en nedbygging av handelshindringer, blant annet i jordbrukssektoren, den såkalte Doha-runden i regi av Verdens handelsorganisasjon, kommer i gang igjen. Det kan ikke være annet enn positivt.

En krise er ikke alltid en krise. En krise kan være et sunnhetstegn. Ting blir tatt tak i. Finanssektoren trimmes ned. Moralen trimmes opp. Og verden går videre.

20. oktober 2008

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>