
Guldets rolle i det monetære system

Ulrik Bie og Astrid Henneberg Pedersen, Sekretariatet

RESUMÉ

Guldets storhedstid i det monetære system varede fra 1870'erne til første verdenskrigs udbrud. I denne periode etableredes et verdensomspændende fastkurssystem baseret på en fast definition af de enkelte valutaer i forhold til guld og klare regler for guldindløselighed og guld-dækning.

Da guld var en knap ressource, blev det kun i mindre omfang anvendt som direkte transaktionsmiddel i form af mønter. I stedet fik pengesedlerne en større rolle, hvormed sedlernes guldindløselighed blev det bærende element.

I mellemkrigstiden forsøgte nogle lande at strække guldreserverne længere ved at indføre guldbarrefoden, hvorunder alene beløb svarende til hele guldbarrer kunne indløses. Gullet spillede således kun en begrænset rolle for den enkelte borger, men var alligevel det bærende princip i det monetære system. I begyndelsen af 1930'erne måtte flere og flere lande ophæve guldindløseligheden.

Efter anden verdenskrig etableredes Bretton Woods-systemet, der byggede på en implicit guldbinding, hvor valutaerne enten var bundet til dollar eller direkte til guld. Generelt var guldindløseligheden nu begrænset til at gælde mellem centralbanker. Bretton Woods-systemet brød sammen i 1971, og gullet havde derved udspillet sin centrale rolle i det internationale monetære system.

De fleste centralbanker holder i dag stadigvæk guld som en del af valutareserven, men guldets andel af de samlede valutareserver er faldet.

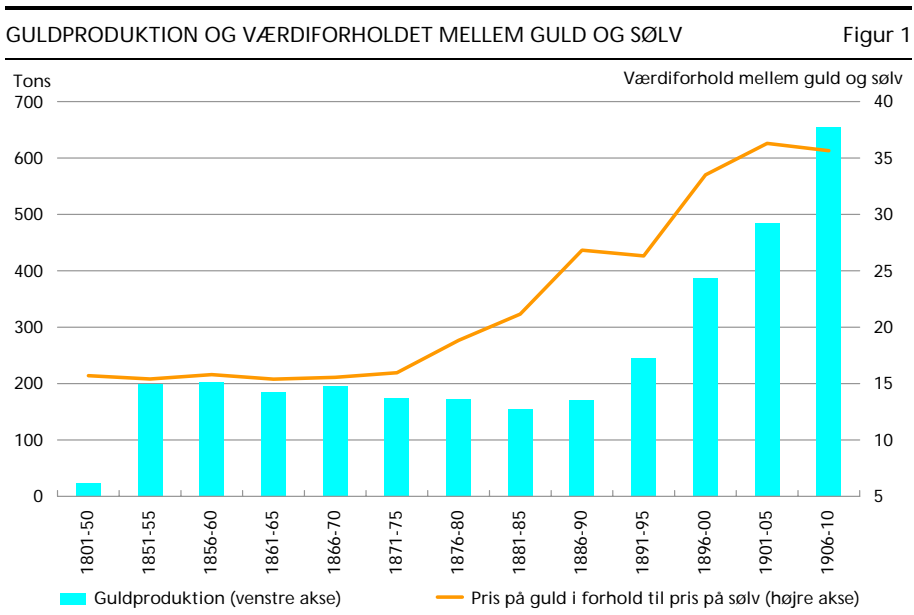
OVERGANG TIL GULDFOD

Allerede i begyndelsen af 1700-tallet definerede England pundet i forhold til en bestemt mængde guld, nemlig 123,274 grains, svarende til 7,988 gram, til et pund. Dermed havde England de facto guldfod. Den britiske guldfod holdt – afbrudt af forskellige perioder – frem til første verdenskrigs udbrud i 1914.

I modsætning til Storbritannien definerede de fleste lande i Europa op gennem 1800-tallet deres valutaer i forhold til sølv, mens enkelte havde bimetal fod, hvor valutaens værdi var defineret i forhold til både guld og sølv. Hermed fremkom et officielt fast prisforhold mellem guld og sølv. I det vigtigste bimetalland, Frankrig, var dette forhold $15\frac{1}{2}:1$. Der skulle således $15\frac{1}{2}$ gange så meget sølv som guld til én franc. Værdien på markedet varierede omkring dette forhold frem til 1870'erne, jf. figur 1.

Guldets rolle var bestemt af den begrænsede mængde guld til rådighed på verdensplan, men i 1850'erne blev der gjort betydelige guldfund i Australien og Californien, jf. figur 1, hvilket kortvarigt svækkede guldets værdi. I 1860'erne faldt guldproduktionen samtidig med, at produktionen af sølv steg. Dermed faldt værdien af sølv i forhold til guld, hvilket vakte bekymring i sølvfodslandene, bl.a. fordi borgerne med fordel kunne købe sølv på markedet til lavere priser og bringe det til udmøntning. Da mængden af guld i Europa samtidig steg som følge af, at USA finansierede en stor del af sine krigsudgifter under borgerkrigen (1861-65) ved at ophæve guldindløseligheden og sælge ud af guldbeholdningen, var grundlaget tilvejebragt for en ny og mere fremtrædende rolle for guld i det internationale monetære system.

Guldets voksende betydning i det internationale monetære system blev klart i 1865, da Den Latinske Møntunion, bestående af Frankrig og en række andre europæiske lande, blev dannet. Den Latinske Møntunion havde officielt bimetal fod, men guld fik en langt mere fremtræden-



de rolle end sølv, hvilket af mange blev opfattet som et skridt i retning af guldfod. Det officielle forhold mellem sølv og guld var fortsat 15½:1. Hermed var to af verdens vigtigste valutaer – francen og pundet – begge baseret på guld.

De tyske stater havde traditionelt haft sølvfod. Efter det franske nederlag i den fransk-tyske krig i 1871, fik Tyskland fem milliarder guldfranc i krigsskadeserstatning. Denne mængde guld muliggjorde en hurtig overgang til guldfod og anvendtes som grundlag for en ny fællestysk valuta, som der blev fremlagt forslag om i december 1871. Overgangen til guldfod i Tyskland betød, at der sandsynligvis ville blive frigivet store mængder sølv til det frie sølvmarked, når guldet havde vundet indpas i omløbet i stedet for sølvmonter. En sådan forøgelse af udbuddet af sølv på markedet ville få prisen på sølv til at falde kraftigt, hvorved sølvfodslandene, hvor betalingsenhederne var defineret ved en fast mængde sølv, ville blive oversvømmet med billigt sølv til udmøntning. Den planlagte tyske overgang til guld medførte, at Tysklands nabolande, herunder de skandinaviske, kom under pres for en hurtig overgang til guldfod, jf. side 20. Af forskellige årsager fungerede den tyske guldfod dog først fra 1876.

USA, der fra 1792 til 1861 havde haft bimetalfod, overgik til guldindløselighed i 1879. Først i 1900 blev guldfoden formelt indført i USA.

Perioden fra starten af 1870'erne til midten af 1890'erne var præget af deflation. En af forklaringerne herpå tager udgangspunkt i den begrænsning, som guldreservernes størrelse lagde på pengemængden. Begrænsningen betød, at væksten i pengemængden ikke kunne følge med stigningen i behovet for penge til transaktioner, som blev skabt af verdensproduktionen. Dette medførte et deflationært pres¹. Fra midten af 1890'erne medvirkede nye guldfund til, at det deflationære pres blev erstattet af et inflationært pres.

Guldets rolle som forpligtende mekanisme

Fra slutningen af 1800-tallet var de fleste toneangivende lande gået over til at definere deres valutaer i forhold til guld, hvor centralbankerne forpligtede sig til ubegrænset at købe og sælge guld til den fastsatte kurs. Samtidig fastsattes regler for, hvor stor en del af seddelmængden der skulle være dækket af guldreserver i centralbankerne. På denne måde etableredes et verdensomspændende system, hvor de enkelte valutaer gennem deres guldpåretik implicit var defineret i forhold til hinanden. Guldet udgjorde således det nominelle anker i det internationale monetære system. Eksempelvis indeholdt en dansk krone 0,403 g

¹ Blandt de andre forklaringer på de faldende priser kan nævnes lavere produktions- og transportomkostninger, se Hansen (1976), for en uddybning.

guld. Tilsvarende indeholdt et britisk pund 7,32 g guld, hvorfor parikursen på britiske pund var $7,32/0,403=18,16$ kr. pr. pund. Der forekom dog i praksis små afvigelser i den faktiske kurs. Dette skyldtes bl.a. omkostninger i forbindelse med transport af guld mellem lande og ved en ekstern ubalance.

Ud over gulddindløseligheden indeholdt systemet et sæt "spilleregler", som centralbankerne forventedes at overholde. Ved en udstrømning af guld som følge af en ekstern ubalance skulle centralbanken hæve renten for at reducere den indenlandske pengemængde og efterspørgsel, samtidig med at en højere rente tiltrak udenlandsk kapital. Tilsvarende skulle renten sænkes ved indstrømning af guld. Den passive rentetilpasning genskabte den eksterne balance og bragte valutakursen tilbage til pari, og sammen med en fri handel med guld virkede rentetilpasningen stabiliserende på systemet¹.

Den klassiske guldfod indeholdt med sine klart definerede regler en forpligtende mekanisme, der tilførte systemet en høj grad af troværdighed. Den klassiske guldfod faldt sammen med perioden, hvor Storbritannien havde sin storhedstid, og hvor London fungerede som verdens guldcentrum. Storbritanniens lange binding til guldfoden var grundlaget for systemets betydning, og mange lande med guldfod havde pund som valutareserve. At holde pund blev opfattet som en anden måde at holde guld på, hvor pund dog var et mere hensigtsmæssigt transaktionsmiddel. Den klassiske guldfod holdt frem til 1914.

FRA SØLV TIL GULD I DANMARK

Med dannelsen af Den Latinske Møntunion i 1865 voksede interessen for at gå fra sølvfod til guldfod i Danmark. Forud for dette var der pågået diskussioner i Danmark, Sverige og Norge om muligheden for at indgå i en møntunion. Alle tre lande havde en møntfod baseret på sølv, hvor mønterne havde næsten det samme sølvindhold, og hvor mønterne cirkulerede i alle tre lande.

De første overvejelser omkring indførelse af guldfod gik på at indføre guldfrancen som møntenhed i Skandinavien, men efter Frankrigs nederlag til Tyskland i den tysk-franske krig i 1871 og Tysklands planlagte overgang til guldfod gik man bort fra guldfrancen. Interessen for guldfod i Danmark tiltog med Tysklands beslutning om at indføre guldfoden, da dette ville medføre, at de to vigtigste handelspartnere, Storbritannien og Tyskland havde guldfod. Med risikoen for et sølvprisfald kom de skandinaviske lande som nævnt under pres for en hurtig overgang til

¹ Se Bordo og MacDonald (1997) for en uddybning.

guldfod. Allerede i 1872 var der enighed om et skandinavisk møntsystem baseret på guld.

Den 23. maj 1873 underskrev Christian 9. den nye møntlov, der fastsatte 1. januar 1875 som frist for indførelse af guld som lovligt betalingsmiddel i Danmark med en overgangsperiode på maksimalt 4 år, inden rigsdaleren ophørte med at være lovligt betalingsmiddel. Møntloven fastsatte 1 kg fint guld til en værdi af 2.480 kr., dvs. en dansk krone svarede til 0,403 gram fint guld. Den nye kronemønt blev omvekslet i forholdet 2 kroner for 1 rigsdaler.

Med møntloven blev også konventionen om Den Skandinaviske Møntunion vedtaget. Møntunionen trådte i kraft i 1875 med deltagelse af Danmark og Sverige, mens Norge sluttede sig til i 1877. Den Skandinaviske Møntunion medførte guldfod i alle tre lande og samme regneenhed (kronen). I begyndelsen af møntunionen blev kun mønter modtaget til pari af centralbankerne. I 1894 blev Sverige og Norge enige om ubegrænset at modtage hinandens sedler til pari og med Danmarks tilslutning til den fælles cirkulation af sedler i 1901 blev Den Skandinaviske Møntunion etableret i sin fulde form. Den fuldstændige enhed varede dog kun kortvarigt frem til 1905, da Norge blev fuldt selvstændigt, og der blev indført begrænsninger i den fælles seddelcirkulation.

Selvom Danmark ikke var part i første verdenskrig i 1914, ønskede mange at ombytte deres pengesedler til guld, da krigen brød ud. Dette blev anset for en alvorlig trussel mod Nationalbankens guldbeholdning. Guldindløseligheden blev derfor suspenderet i august 1914 og efterfulgt af et forbud mod eksport af guld.

MELLEMKRIGSÅRENE

I mellemkrigsårene indførtes guldfodssystemet på ny. Det internationale monetære system i mellemkrigsårene adskilte sig fra den klassiske guldfod på en række punkter. En væsentlig forskel var, at gullet blev trukket ud af omløb og lagt som reserver i centralbankerne. Dette sås bl.a. i Storbritannien, der i 1925 genoptog guldindløseligheden til guldpariteten før første verdenskrig. Pundet var overvurderet, hvilket medførte et pres på guldreserverne, og Storbritannien indførte derfor en guldbarrefod. Under den klassiske guldfod var centralbanken forpligtet til at indløse hver enkelt seddel på forlangende. Under guldbarrefoden var centralbanken kun forpligtet til at udlevere hele guldbarrer, dvs. omveksle beløb svarende til værdien af en hel guldbarre. Dermed kunne der økonomiseres med guldbeholdningen, og der var ikke behov for så stor gulddækning. Det reducerede samtidig guldets rolle som transaktionsmiddel og fjernede gullet fra borgerne.

En anden vigtig forskel i forhold til tidligere var, at Storbritannien havde mistet sin rolle som økonomisk og politisk leder. Det betød, at pundet mistede sin hidtidige betydning i det internationale monetære system, og at dollaren i stigende grad blev brugt som reservevaluta. Endelig var priser og lønninger mindre fleksible end tidligere, og styringen af valutastrømmene blev underlagt andre hensyn. Det skyldtes bl.a. øget pression fra fagforeninger og politiske partier, der spillede en større rolle, end de havde gjort før første verdenskrig. Manglende samarbejde, en protektionistisk politik og fraværet af en egentlig leder svækkede systemet. De manglende ligevægtsskabende mekanismer betød, at systemet aldrig blev så stabilt som den klassiske guldfod.

Mellemligstidens guldfodssystem brød sammen i forbindelse med depressionen i 1930'erne. Storbritannien forlod guldret i 1931 og USA i 1933. Allerede i 1934 genintroducerede USA dog guldfoden til en devalueret kurs på 35 dollar pr. ounce guld¹. Bortset fra nogle måneder under anden verdenskrig holdt USA bindingen til guldret. Sammen med USA's økonomiske magt var guldbindingen med til at sikre dollarens fremtidige rolle som international reservevaluta.

Genindførelse af guldfoden i Danmark

Efter første verdenskrig blev det et erklæret mål for den økonomiske politik i Danmark at få guldfoden og gulddindløseligheden genindført. Det ansås dog for vigtigere at sikre et rimeligt aktivitetsniveau, og først i 1924 besluttede man at gå gradvist tilbage til gulddindløseligheden. Den 1. januar 1927 genindførtes gulddindløseligheden til den gamle gulddindløselighed, dvs. 2.480 kr. pr. kg fint guld. Hermed havde man genetableret det, som kaldtes for den ærlige krone. Ligesom i Storbritannien indførtes en gulddindløselighed, i første omgang for en periode på 3 år. En gulddindløselighed havde en værdi af ca. 28.000 kr., hvilket i dag svarer til ca. 700.000 kr. I slutningen af såvel 1929 som 1930 blev gulddindløseligheden forlænget med et år ad gangen.

Depressionen medførte pres på valutareserven i Danmark bl.a. som følge af, at udlandet trak tilgodehavender hjem. Den 22. september 1931, dagen efter at Storbritannien forlod gulddindløseligheden, indførte Danmark et forbud mod eksport af guld. I perioden 21.-29. september blev der vekslet 7,5 mio. kr. til guld under en bevidst langsommelig ekspedition. Den 29. september 1931 vedtog Rigsdagen at forlade gulddindløseligheden.

BRETTON WOODS-SYSTEMET

I 1944 udarbejdede vestmagterne i Bretton Woods, USA, et nyt internationalt valutasystem. De to dominerende lande – USA og Storbritan-

¹ 1 troy ounce = 31,1034768 g.

nien – var generelt uenige om, hvordan systemet skulle udformes, og også om guldets fremtidige rolle.

Storbritannien havde anvendt alle sine guld- og valutareserver under krigen og ønskede derfor et system, hvor der var adgang til international likviditet, og hvor guld således kun spillede en underordnet rolle. Det spillede samtidig en stor rolle, at Storbritannien var blevet hårdt ramt af recession, da det havde genetableret guldfoden i mellemkrigstiden. USA, der havde været bundet til guldet siden 1934, havde derimod store guldreserver og ønskede en fast tilknytning til guld.

Den britiske forhandlingsdelegation var ledet af økonomen J.M. Keynes, og dens forslag byggede på et princip om clearing mellem landene. Et hovedelement i planen var at skabe en ny reservevaluta, bancor, som lande med underskud på kapitalbalancen skulle kunne anvende i ubegrænset omfang til betalinger til overskudslande. Dette forslag ville have fjernet guldet fuldstændigt fra det internationale monetære system. Det blev dog det amerikanske forslag, der byggede på en tæt binding til guldet, der vandt.

Landene i systemet kunne vælge en direkte binding til guld, eller en indirekte gennem at binde sig til dollaren, som var defineret i forhold til guld (35 dollar pr. ounce guld). Valutareserver kunne således holdes i både dollar og guld¹. De fleste lande valgte at binde deres valutaer til dollaren. USA var forpligtet til at købe og sælge guld for at fastholde guldprisen, mens de øvrige lande i systemet var forpligtet til holde deres valutakurs i forhold til de aftalte pariteter inden for en margen på +/-1 pct. ved at købe og sælge dollar.

Guldindløseligheden, der havde været en fundamental bestanddel af den klassiske guldfod og en mindre del af systemet i mellemkrigsårene, blev i Bretton Woods-systemet begrænset til kun at gælde for centralbanker. Dermed var der ikke længere generel adgang for borgerne til guldreserverne. De fleste centralbanker valgte at holde reserverne i dollar, da dollarfordringer kunne placeres i rentebærende amerikanske statspapirer. I modsætning til de tidligere guldfodsystemer var det muligt at foretage kursændringer under Bretton Woods-systemet, men systemets førende lande veg bort fra at devaluere, selvom den økonomiske politik ikke konvergerede i det omfang, som var nødvendigt for at opretholde et fastkurssystem.

I begyndelsen af 1960'erne medførte nogle spekulative opkøb af guld, at en række lande oprettede en guldpulje, hvorfra der skulle interveneres på guldmarkedet. Guldpuljens intervention betød, at markedsprisen kom til at ligge lige omkring den officielle pris på 35 dollar pr. ounce

¹ Officielt var også det britiske pund interventionsvaluta, men i realiteten havde pundet en meget begrænset rolle.

guld, hvorfor guldmarkedet mere fungerede som distributionsplads end som prissætter.

I november 1967 devalueredes det britiske pund over for dollaren, hvilket svækkede tilliden til systemets stabilitet og dollaren, hvorefter en spekulationspræget efterspørgsel efter guld på markedet fandt sted. I de første måneder af 1968 måtte centralbankerne, primært USA, sælge guld for 3 mia.dollar¹. I marts 1968 besluttede man at opløse guldpuljen og afkoble centralbankernes beholdning af guld fra verdensmarkedet. Det skete ved, at centralbankerne forpligtigede sig til ikke at levere guld til eller aftage guld fra verdensmarkedet – de, der gjorde, blev udelukket fra at købe guld i andre centralbanker. Hermed opstod to guldpriser: Den officielle for handel mellem centralbankerne på 35 dollar pr. ounce guld og en markedspris, som hurtigt steg.

Som følge af den stadigt voksende mængde kortfristede dollarfordringer i forhold til USA's guldreserver, blev Bretton Woods-systemet stadig mere ustabil. Frankrig ønskede at løse problemet ved at vende tilbage til en ren guldfod, bl.a. også for at stække USA's økonomiske magt, og omvekslede fra 1965 konsekvent sine dollarfordringer til guld. Frankrigs ønsker vandt ikke genklang, og i 1968 skabte man en international reservevaluta, Special Drawing Rights, SDR, der skulle sikre tilstrækkelig international likviditet og samtidig reducere beholdningen af dollarfordringer uden for USA. SDR mindede om den foreslåede bancor og defineredes i forholdet $35 \text{ SDR} = 35 \text{ dollar} = 1 \text{ ounce guld}$.

Brugen af SDR fra 1969 kunne ikke forhindre systemets sammenbrud, da den økonomiske politik i de toneangivende lande i systemet vedblev med at divergere. På trods af flere forsøg på at dæmme op for krisen brød Bretton Woods-systemet sammen i august 1971, da præsident Nixon annoncerede, at dollaren ikke længere var indløselig mod guld. SDR fortsatte formelt med at være defineret i forhold til guld indtil 1976, hvor guldet blev udskiftet med en valutakurv. Guldet havde hermed udspillet sin rolle i det internationale monetære system.

Der findes en række forskellige forklaringer på, hvad der skete i Bretton Woods-systemet.

En forklaring blev formuleret af Robert Triffin². Ifølge Triffin ville efterspørgslen efter internationale reserver vokse hurtigere end udbuddet af guld, hvormed der ville opstå en likviditetsmangel i verden, med deraf følgende monetær kontraktion. Dette kunne kun undgås, hvis USA vedblev med at have underskud på betalingsbalancen. Problemet med et blivende underskud var, at dollarens troværdighed som reservevaluta ville blive undergravet, idet forholdet mellem den udestående dollar-

¹ Beregnet ved 35 dollar pr. ounce.

² Triffin, (1960).

mængde og USA's guldreserve ville stige. Hvis de øvrige lande i Bretton Woods-systemet forlangte deres beholdninger af dollar omvekslet til guld, ville systemet bryde sammen. En mulig løsning på Triffin-dilemmaet var etableringen af en ny reservevaluta som SDR.

En anden forklaring gælder for valutasyttemer, der indeholder to valutaer med en indbyrdes fastsat valutakurs, hvor centralbankerne er villige til at veksle valuta til den fastsatte kurs. Hvis den ene af de to valutaer, fx dollar, optræder i rigelige mængder i forhold til den anden, fx guld, vil markedsværdien af guld (målt i dollar) stige, og dermed vil den private efterspørgsel efter guld stige. Da myndighederne er villige til at omveksle til den fastsatte kurs, vil gullet, som har større værdi på markedet end i det monetære system, forsvinde ud af det monetære system og i stedet blive brugt til private formål (fx industri og smykker). Dollaren fortrænger dermed gullet. Dette var i grove træk, hvad der skete i 1960'erne. Dollarmængden steg meget mere end udbuddet af guld. Guldpuljen, der var etableret af centralbankerne, holdt prisen på guld konstant, men var nødt til at levere den ønskede mængde guld til markedet. Det betød, at centralbankernes samlede guldbeholdninger faldt med 18 pct. fra 1960 til 1970. I samme periode voksede de samlede reserver med 5 pct. Gullet var således begyndt at forsvinde ud af det monetære system, inden systemet brød sammen i 1971.

NATIONALBANKENS GULDBEHOLDNING

Da Nationalbankloven blev formuleret i 1936 forventede man at genindføre guldfoden på et senere tidspunkt. Af loven fremgår det, at Nationalbanken skal eje en guldfond, der skal dække mindst 25 pct. af seddelomløbet. Nationalbankloven giver mulighed for at dispensere fra kravet om gulddækning, hvilket har været gjort siden 1939. Guld havde herefter alene betydning som en del af valutareserven.

Frem til 1969 bogførtes Nationalbankens guldbeholdning på balancen i henhold til kronens guldværdi i møntloven af 1873¹. Fra 1969 til 1978 blev guldbeholdningen bogført ved den anmeldte parikurs over for IMF og fra 1979 til 1987 ved kurs beregnet med udgangspunkt i markedsprisen. Fra 1988 er markedsprisen anvendt.

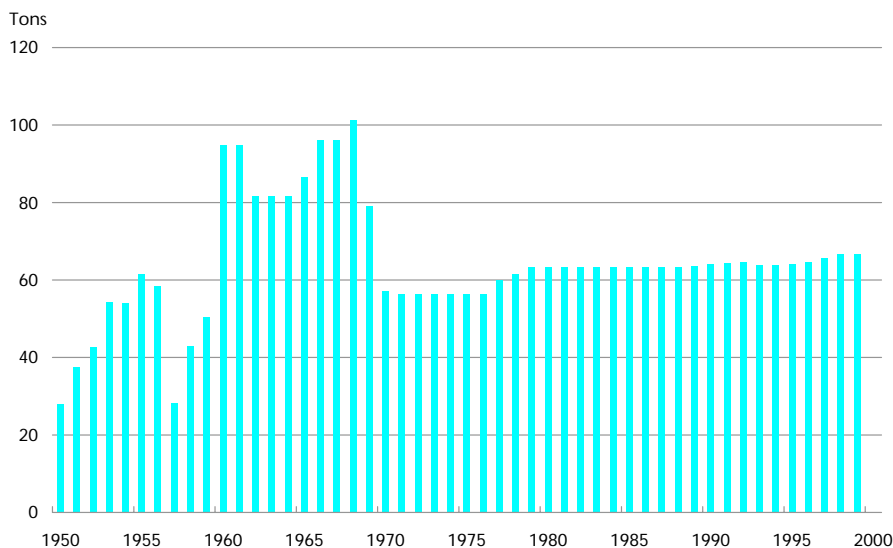
Udsvingene i Nationalbankens guldbeholdning var betydelige under Bretton Woods-samarbejdet i takt med behovet for at købe og sælge guld for at justere mængden af likvide reserver². Siden 1970 har guldbe-

¹ Ved opgørelsen af Danmarks internationale likviditet i samme periode blev der anvendt den til Den Internationale Valutafond anmeldte parikurs.

² De seneste betydelige udsving i guldbeholdningen fandt sted i 1969-70, hvor der blev solgt guld for at øge mængden af likvide reserver efter valutakrisen op til maj 1969.

NATIONALBANKENS GULDBEHOLDNING

Figur 2

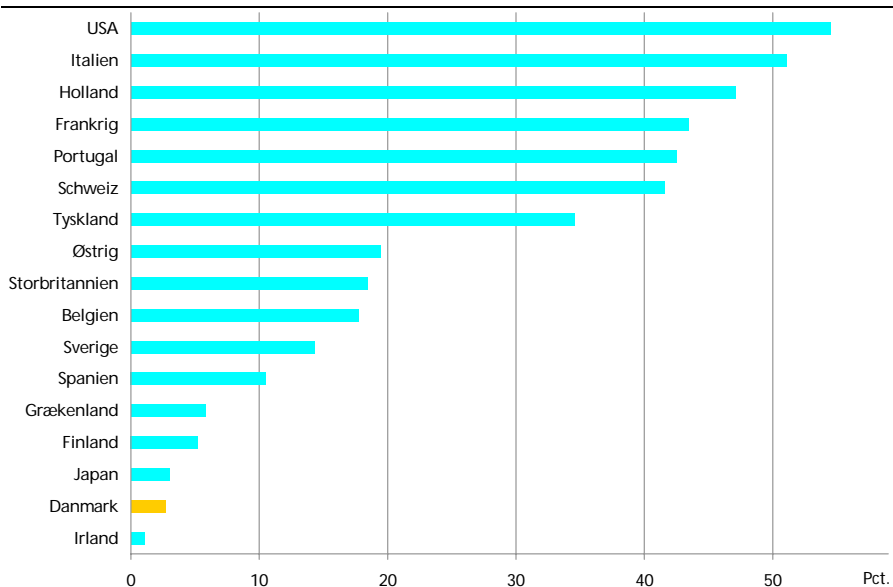


Kilde: Nationalbanken.

holdningen været næsten konstant, jf. figur 2. Udsvingene i guldbeholdningen i 1970'erne afspejler primært transaktioner med IMF, mens den svage stigning siden 1987 kan tilskrives indtægter fra Nationalbankens guldudlån, jf. boks 1, side 28.

GULDETS ANDEL AF DE SAMLEDE RESERVER, APRIL 1999

Figur 3



Kilde: International Financial Statistics juli 1999, IMF.
Data for Storbritannien er fra marts 1999. Luxembourg er ikke medtaget.

Guld er et traditionelt centralbankaktiv, der anvendes til visse transaktioner centralbanker imellem. Ved et eventuelt medlemskab af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, vil Nationalbanken fx skulle overføre valutareserver til Den Europæiske Centralbank, ECB. Heraf skal 15 pct. være i guld, hvilket svarer til knap 24 pct. af vores guldbeholdning.

Nationalbankens guldbeholdning er forholdsvis lille. Som det ses af figur 3, spiller guld en betydelig mindre rolle i de samlede danske reserver end i de øvrige EU-lande, Schweiz, USA og Japan. Det er således kun i Irland, at guld udgør en mindre andel af de samlede reserver.

Guldets geografiske placering

Nationalbankens guldbeholdning var i mange år placeret i depot forskellige steder i verden, såsom Schweiz, Storbritannien, Canada og USA.

Baggrunden for placeringen af guldet i flere lande har dels været en sikkerhedsmæssig vurdering, dels et ønske om risikospredning. Samtidig var guldet placeret, hvor det var let at afhænde. Umiddelbart før 2. verdenskrig, fra november 1939 til februar 1940, førte Danmark en stor del af guldbeholdningen til Federal Reserve Bank i New York. Guldtransporten foregik via Bergen i Norge. Det drejede sig om guld, der lå i depot i såvel Danmark som i Sverige og Norge. Der blev transporteret i alt 19,6 tons guld.

Baggrunden var, at man, set i lyset af de politiske og militære forhold i Europa på daværende tidspunkt, anså USA for et sikkert sted at opbevare Nationalbankens guld. Samtidig ville det give mulighed for fortsat at kunne købe varer i USA, hvis import fra USA forblev mulig. Under besættelsen blev gulddepotet i USA administreret af det danske gesandtskab i Washington, der foretog et vist guldsalg til rentebetaling på statens lån¹.

Eftersom Nationalbanken havde flyttet stort set hele sin guldbeholdning til USA, kunne tyskerne under besættelsen ikke beslaglægge guld fra Nationalbanken, som det var tilfældet i en række andre lande, fx Belgien og Holland.

I 1987 begyndte Nationalbanken at udlåne guld til udenlandske banker mod en forrentning betalt i guld, jf. boks 1. Det medførte et behov for at flytte guld til London. I august 1999 befandt 62,7 af Nationalbankens 66,6 tons guld sig i London, svarende til en andel på 94 pct. Heraf var knap 99 pct. udlånt, svarende til 93 pct. af Nationalbankens samlede guldbeholdning.

¹ Rentebetalingerne blev dog primært finansieret ved salg af kryolitt fra Grønland.

Siden midten af 1980'erne er der opstået et marked for udlån af guld. Markedet benyttes i høj grad af centralbanker, som udlåner guld for at opnå et afkast af guldbeholdningen. Gullet udlånes til internationale kommercielle banker, der er specialiserede i at handle med ædelmetaller. Centralbankernes udlån af guld er steget betydeligt i de senere år. Ved udgangen af 1998 var 12 pct. af de samlede officielle guldreserver udlånt.

De endelige lånere af guld er typisk guldproducenter, der sikrer sig mod fremtidige prisfald. Det kan de fx gøre ved at sælge fremtidig guldproduktion til bankerne (forwardsalg). Bankerne afdækker forwardkøbet ved at låne guld i centralbanker, sælge det på spotmarkedet og investere udbyttet af salget til en markedsrente, der typisk er højere end guldrenten. Når forwardkontrakten med guldproducenten forfalder, afhænder banken sin investering. Banken modtager det købte guld og betaler den aftalte forwardpris til guldproducenten. Herefter tilbageleveres det lånte guld til centralbanken, og guldrenten betales. Ved store forskelle i spot- og forwardprisen kan der realiseres betydelige gevinster eller tab ved guldafdækning. Denne risiko bæres alene af de kommercielle banker.

I 1987 begyndte Nationalbanken at udlåne guld fra guldbeholdningen deponeret i Bank of England til udenlandske banker. Udlånene til de kommercielle banker finder sted efter samme kreditvurdering som Nationalbankens øvrige placeringer. Ved udlån af guld deponeret i Bank of England flyttes gullet ikke nødvendigvis fysisk. Renten for Nationalbankens udlån er i en årrække blevet afregnet i guld og tillagt reserven.

CENTRALBANKERNES SALG AF GULD

Guldproduktionen på verdensplan udgjorde i 1998 over 2.500 tons, og verdens samlede beholdning af guld skønnes at udgøre 137.400 tons ved udgangen af 1998. Centralbankernes andel heraf udgjorde 26,3 pct.¹

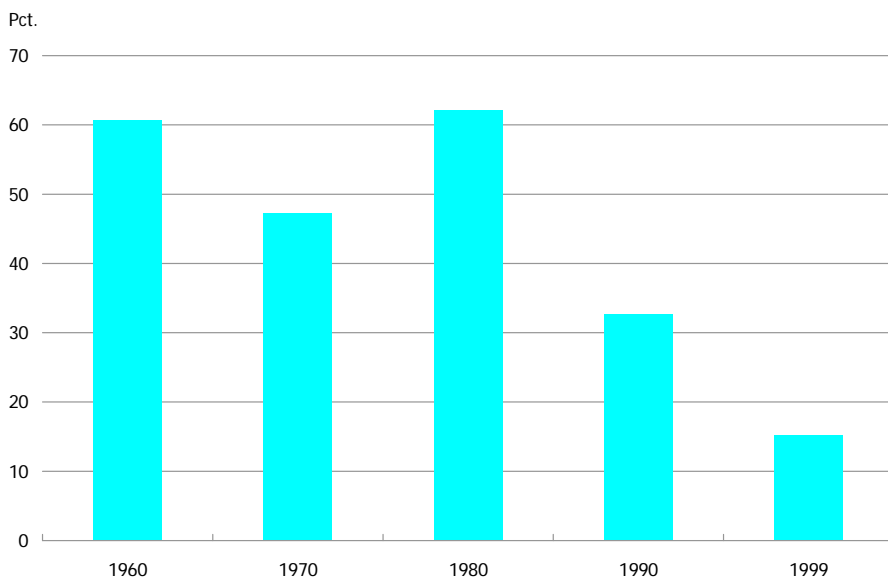
Traditionelt ligger centralbanker inde med betydelige guldreserver, men på grund af guldets reducerede betydning i det monetære system er denne andel blevet stadigt mindre. Guldets andel af de samlede officielle valutaeserver udgjorde 15,2 pct. i marts 1999, hvilket er betydeligt mindre end tidligere, jf. figur 4². Flere centralbanker har solgt ud af guldreserverne i de senere år. Bl.a. har centralbanken i Belgien siden 1988 reduceret sin guldbeholdning med 74 pct., mens centralbanken i Holland siden 1992 har solgt 26 pct. af sin guldbeholdning. Årsagen var bl.a. et ønske om at nærme sig guldets andel af de samlede reserver i andre EU-lande. I de senere år har også andre centralbanker solgt guld, bl.a. centralbankerne i Argentina, Australien og Canada.

¹ Inkl. Den Internationale Valutafond og Bank for International Settlements.

² Værdien af guldreserverne er i 1960 og 1970 opgjort ved 35 dollar pr. ounce. Fra 1980 ved markedsprisen.

GULDETS ANDEL AF VERDENS OFFICIELLE RESERVER

Figur 4



Kilde: International Financial Statistics , IMF, diverse årgange.

Centralbanken i Schweiz har med en guldbeholdning på 2.590 tons guld en af verdens største guldreserver. De store guldreserver skyldes, at Schweiz stadig har en tæt binding til guld. Schweizerfrancen er således defineret i forhold til guld, og seddeldækningen er indskrevet i forfatningen. I 1997 blev en ekspertgruppe nedsat, der skulle udarbejde et nyt grundlag for centralbanken i Schweiz og herunder se på bindingen til guldet. På baggrund af gruppens konklusioner bliver kravet om gulddækning, efter en folkeafstemning i april 1999, fjernet fra forfatningen fra 1. januar 2000. Afskaffelsen af guldpåret afventer parlamentarisk godkendelse. Afviklingen af tilknytningen til guldet betyder, at Schweiz overvejer at afhænde 1.300 tons guld over en periode på flere år.

I maj 1999 annoncerede det britiske finansministerium og Bank of England, at man som led i en omstrukturering af valutareserven over en periode på flere år vil sælge næsten 60 pct. af guldbeholdningen, svarende til 415 tons guld. Baggrunden er et ønske om at opnå en bedre balance mellem risici og afkast i valutareserven. I 1999-2000 vil der blive solgt 125 tons guld. Den første auktion fandt sted den 6. juli 1999.

På G7 mødet i Köln i juni 1999 var der enighed om at sælge en del af IMF's guld for at finansiere initiativer til støtte for fattige lande med stor gældsbyrde. Indtægterne fra salget skulle placeres i rentebærende fordringer, hvoraf afkastet skulle anvendes til initiativerne. Salget er stødt på kraftig modstand i en række guldproducerende lande, herunder Syd-

MARKEDSPRISEN PÅ GULD (DOLLAR PR. OUNCE)

Figur 5



Kilde: Nationalbanken.

afrika, og i den amerikanske kongres, hvor forslaget afventer godkendelse.

De aktuelle planer om guldsalg kan ses som en fortsættelse af de guldsalg, som flere centralbanker har foretaget de senere år.

Efter Storbritanniens annoncering af guldsalg er guldprisen faldet med 11 pct. på tre måneder, jf. figur 5. Siden guldprisen toppede i 1980, er den faldet med 70 pct. til 256,45 dollar pr. ounce guld den 9. august 1999. Det er dog vigtigt at erindre, at størstedelen af de nuværende guldreserver er indkøbt før 1971 til 35 dollar pr. ounce guld.

AFSLUTNING

Selvom guldet ikke længere har nogen central rolle i det monetære system, har det alligevel bevaret sin traditionelle rolle som værdiopbevaringsmiddel i en række lande, fortrinsvis i Asien. Selv i lande, hvor guldet ikke i samme grad spiller denne rolle, vil guld i kraft af sin lange historie i det monetære system fortsat have en væsentlig symbolværdi, der adskiller det fra andre metaller.

LITTERATURLISTE

Andersen, Poul Nyboe, *Fra guldfod til clearing*, Nyt Nordisk Forlag-Arnold Busck, København, 1942.

Andersen, Svend, *Det internationale valutasystem under forvandling*, i Aktuelle økonomiske problemer, Festskrift til Carl Iversen, Nationaløkonomisk Forening, 1969.

Banque Nationale de Belgique, *Report 1989*, Bruxelles, 1990.

Bordo, Michael D. og Eichengreen, Barry, *The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System*, Working Paper 6436, National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA, 1998.

Bordo, Michael D. og MacDonald, Ronald, *Violations of the "Rule of the Game" and the Credibility of the Classical Gold Standard, 1880-1914*, Working Paper 6115, National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA, 1997.

Clementi, David, *Deputy Governor's Speech*, 22nd Annual FT World Gold Conference, London, 1999.

Danmarks Nationalbank, *Beretning og Regnskab (div. årgange)*, København.

De Nederlandsche Bank, *Annual Report 1992*, Amsterdam, 1993.

Den Internationale Valutafond (IMF), *International Financial Statistics (div. årgange)*, Washington D.C.

Foreign & Commonwealth Office, *Nazi Gold*, The Stationary Office, London, 1998.

Gold Fields Mineral Services, Ltd., *Gold Survey 1999*, Gold Fields Mineral Services Ltd., London 1999.

Grauwe, Paul de, *International Money, Post-War Trends and Theories*, Clarendon Press, Oxford, 1989.

Hansen, S. Aa. og Svendsen, K.E., *Dansk pengehistorie bind 1*, Danmarks Nationalbank, København, 1968.

Hansen, Svend Aage, *Økonomisk vækst i Danmark (bind I og II)*, Akademisk Forlag, København, 1976.

Hoffmeyer, Erik og Olsen, Erling, *Dansk pengehistorie bind 2*, Danmarks Nationalbank, København, 1968.

Lidegaard, Bo, *I kongens navn*, Samleren, København, 1996.

Newman, P., Milgate, M. og Eatwell, J. (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan Press Limited, London, 1992.

Nielsen, Axel, *Den skandinaviske Møntunion*, Børsens Forlag, København, 1917.

Roth, Jean-Pierre, *A View on Switzerland in the Run up to the Demonetarisation of Gold*, 22nd Annual FT World Gold Conference, London, 1999.

Rubow, Axel, *Nationalbankens historie 1978-1908*, Gyldendalske Boghandel-Nordisk Forlag, København, 1920.

Schweizerische Nationalbank, *91st Annual Report 1998*, Bern, 1999.

Triffin, Robert, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven, 1960.

Wilcke, J., *Sølv- og guldmøntfod 1845-1914*, G. E. C. Gad, København, 1930.

Williamson, John, *The Failure of World Monetary Reform, 1971-74*, Thomas Nelson and Sons Ltd., Southampton, 1977.