

Danmarks Pengepolitik 1914–39.

Af Carl Iversen.

Danmarks Pengepolitik fra 1914 til 1939 er i sig selv et overordentlig interessant, omend ikke særlig opløftende Kapitel af vort Lands moderne økonomiske Historie. Og der knytter sig i Øjeblikket den særlige Interesse til en Fordybelse deri, at der er saa mange Lighedspunkter mellem Udviklingen i denne Periode og Situationen nu, at man kan lære adskilligt af dengang begaaede Fejl og Misgreb, som man maaske ellers havde mest Lyst til at kaste Glemselens Slør over.

Under Guldfoden før 1914 var Maalet for det enkelte Lands Pengepolitik givet: det var simpelt hen at opretholde Guldfoden, og det vil igen sige at fastholde de udenlandske Valutakurser indenfor Guldpunktens snævre Spillerum, saaledes at man undgik for stærk Tilstrømning eller Bortstrømning af Guld. Guldfoden er international; den tvinger de enkelte Lande til en vis Ensrettethed i deres Pengepolitik. De maa regulere Mængden af Omsætningsmidler saaledes, at de stort set følger Trit og Retning med de øvrige Guldfodslande m. H. t. Priser, Lønninger og Indkomster iøvrigt.

I den lange Guldfodsperiode her i Landet fra 1873 til 1914 kunde og maatte Nationalbanken derfor i alt væsentligt indskrænke sin Pengepolitik til at holde de udenlandske Valutakurser i Nærheden af Pari; hertil havde forholdsvis beskedne Drejninger af Diskontoskruen som oftest vist sig at være det tilstrækkelige Redskab, og da man tilmed ved disse Renteforandringer i Hovedsagen kunde indskrænke sig til at følge med Ulandet, særlig London, kan det ikke undre, at Stillingen som Nationalbankdirektør ret almindeligt betragtedes som en behagelig Retrætepost for veltjente Embedsmænd.

I det Øjeblik, man opgiver Guldfoden, faar det enkelte Land derimod Mulighed for at føre en selvstændig national Pengepolitik afpasset efter det hjemlige økonomiske Livs Tarv. Saa opstaar uvægerligt Spørgsmaalet om, hvad der skal være Maalet for denne Penge-

politik, eller med andre Ord, hvilke Hensyn der skal være afgørende for Reguleringen af Pengemængden.

Med Danmarks Opgivelse af Guldfoden ved Krigsudbrudet i 1914 blev Stillingen som Nationalbankdirektør derfor snarere en Uriaspost, og man kan desværre ikke sige, at Bankens daværende Ledelse bestod de Prøver, den nu blev sat paa, med synderlig Glans. Den indskrænkede sig i altfor høj Grad til en passiv Holdning overfor Landets økonomiske Udvikling i de følgende stærkt bevægede Aar. Den reagerede nemlig i Hovedsagen, som om man stadig havde Guldfod. Men det bør retfærdigvis tilføjes, at Regering og Rigsdag lige saa lidt havde Blik for, at det nu maatte være den ansvarlige Statsmagts Opgave at fastlægge Maalet for Landets Pengepolitik. Ogsaa fra den Side lod man fem være lige.

Der blev straks ved Verdenskrigens Begyndelse stillet betydelige Laanekrav til Nationalbanken fra de andre Bankers Side. Det skyldtes navnlig, at en stor Del af det danske Erhvervslivs korte udenlandske Krediter nu blev opsagt. Dette medførte et ekstraordinært Behov for udenlandske Betalingsmidler — særlig Sterling og Francs — og Valutakurserne gik derfor i Vejret. Mærkværdigvis forstærkede Nationalbanken denne Kursopgang ved Opkøb af Guld og fremmed Valuta. Som Motiv til at forstærke den øjeblikkelige Valutaknaphed gennem Opsamling af en Valutareserve angav Banken Ængstelse for, at Landet senere kunde komme til at savne Valuta til Dækning af nødvendig Import, men Ønsket om at skaffe fornøden Gulddækning for den øgede Seddelmængde og undgaa Statsafgift har vel ogsaa været med til at bestemme Bankens Handlemaade.

Imidlertid kom der snart stærk Gang i Exporten til stigende Priser, ligesom dansk Skibsfart hjembragte store Fragtindtægter. Dette gav øget Udbud af udenlandsk Valuta og bevirkede, at Sterling, Francs og Dollars, der i Februar 1915 havde ligget 10 pCt. over Pari, i Efteraarets Løb gik under Pariteten, ligesom Markkursen, der allerede kort efter Krigsudbrudet var gledet under Pari, nu yderligere sank. For Dollars naaedes Minimum i November 1917 med en Kurs paa 2,84 eller 75 pCt. af den gamle Paritet paa 3,73.

Naar Kursniveauet for fremmed Valuta ikke faldt stærkere her i Landet i Krigsaarene, end Tilfældet blev, skyldtes det forskellige Omstændigheder. Dels kom baade Nationalbanken og de private Banker fra Slutningen af 1915 ind paa at yde Krediter til de krigsførende Lande til Financiering af den danske Export. Dels foregik der i Krigsaarene meget betydelige Hjemkøb af danske Obligationer fra Ulandet. Det blev gennemgaaende hilst med Glæde, at Landet nu blev i

Stand til at afvikle sin store udenlandske Gæld. Kun de færreste saa, at man derved bidrog til at holde de udenlandske Valutakurser oppe og dermed til at lede Prisstigningen i de krigsførende Lande ind over Danmark. Endelig fandt der ogsaa en betydelig Guldindstrømning Sted fra de krigsførende Lande. Det var navnlig Tyskland, som ved organiseret Obligationseksport og Guldafgivelse stræbte at holde Markkursen oppe for at opnaa billigere Priser paa sin Import fra Danmark.

I den Situation, der forelaa i de første Krigsaar, hvor Prisstigningen var langt stærkere for vore Exportvarer end for Importvarerne, havde det været nærliggende for Nationalbanken at tilstræbe en Nedpresning af de udenlandske Valutakurser og samtidig føre en tilbageholdende Kreditpolitik. Derved vilde den have begrænset Opgangen i Priser og Pengeindtægter her i Landet og dermed ogsaa bidraget til at opretholde en ligeligere Fordeling af Livsgoderne mellem selvstændige Næringsdrivende i Landbrug, Industri, Handel og Skibsfart paa den ene Side og Arbejdere og Rentenydere paa den anden. I Stedet førte Banken som allerede nævnt i det store og hele en passiv Politik; gennem saa godt som hele Krigsperioden holdtes Diskontoen uforandret paa 5 pCt., og Banken gjorde intet for at hindre Oppustningen af Eksporterhvervenes Indtægter og den deraf resulterende hektiske Anlægsvirksomhed, der blev baaret frem af en villig, ofte letsindig Kreditgivning fra de andre Bankers Side.

Denne Inflationspolitik kunde dog ikke have fundet Sted, hvis ikke Nationalbanken havde honoreret de øgede Krav om Kontanter, hvori den stærkere Aktivitet og det stigende Prisniveau nødvendigvis maatte resultere. Selv om det var de andre Banker, der gik i Spidsen med Udvidelse af Kreditten, er det derfor først ved Betragtning af Nationalbankens Politik, at det bliver muligt at placere Ansvar for Udviklingen i disse Aar.

Naar Nationalbanken købte fremmed Valuta eller Guld, gav den jo Sælgerne danske Kroner, som disse saa indsatte i de andre Banker. Derved indtraadte den Forøgelse i deres Kasse, der tillod dem at udvide deres Kreditgivning. Det var altsaa ved sine Opkøb af fremmed Valuta og Guld, at Nationalbanken skabte Basis for Krigsaarenes Pengerigelighed og Inflation.

Vanskelighederne ved en mere aktiv Indgriben fra Bankens Side maa dog ikke undervurderes. Det er ikke let at sige, om det havde været politisk muligt at nægte at yde de nævnte Krediter til Financiering af dansk Export. Ej heller havde det været let at lægge væsentlige Hindringer i Vejen for en Hjemvenden af vore dobbeltmøntede Obligationer. Og Guld var Nationalbanken stadig forpligtet til at købe til den i Møntloven fastsatte Pris.

Dette sidste Forhold ændredes dog ved den i 1916 i alle tre nordiske Lande paa svensk Initiativ gennemførte »Guldspærring«, hvorved Banken netop fritoges for Forpligtelsen til at købe Guld til fast Pris. Tanken hermed var naturligvis, at man ved at vægre sig ved at modtage Guld kunde bidrage til at slaa de fremmede Valutakurser ned og dæmme op for den fra de krigsførende Lande kommende Prisstigning. Her i Landet blev Guldspærringsloven dog ikke som i Sverige benyttet efter sin Hensigt til Hindring af Guldstilstrømning, men alene til at skaffe Nationalbanken dens Gulddækning til en lidt billigere Pris.

Sammenfattende kan jeg nævne, at Nationalbanken i de fire Krigs-aar dels paa Kontoen »Diverse Debitorer« ydede Udlandet Krediter paa ca. 100 Mill. Kr., dels øgede sin Valutabeholdning med 111 Mill. Kr., dels endelig øgede sin Guldmængde med 48 Mill. Kr. Hovedparten af denne Forøgelse af Nationalbankens Aktiver modsvarede af en Stigning i Seddelomløbet fra 157 til 365 Mill. Kr. Resten viste sig som forøget Likviditet i de andre Banker, der dels mindskede deres Redis-konteringer, dels øgede deres Indestaaende i Seddelbanken.

Alt i alt ejede Danmark ved Krigens Afslutning udenlandske Tilgodehavender til et Beløb af henved 900 Mill. Kr., medens Landet ved Krigs-udbrudet havde haft en Gæld til Udlandet af tilsvarende Størrelse. En væsentlig Del af denne tilsyneladende Statusforbedring var imidlertid kun Udtryk for en Omplacering af Kapital. Tilførselsvanskelighederne i 1917—18 tvang til Besætningsreduktioner og Tømning af Varelagre; derved frigjordes den heri bundne Kapital og tog Form af udenlandske Tilgodehavender; en stor Del af disse opkøbtes af Bankerne og betales med danske Kroner, der, efterhaanden som Raastofknapheden indskrænkede Mulighederne for Nyinvestering, ikke kunde finde produktiv Anvendelse og derfor hurtigt vendte tilbage til Bankerne som Indskud. Forinden havde mange af disse »ledige« Penge dog lagt Vejen om ad Fondsbørsen og understøttet Kursernes Himmelflugt, og andre havde undervejs bidraget til at drive Landejendomspriserne i Vejret.

Lighedspunkterne mellem dengang og nu er iøjnefaldende. Paany er Besætningerne blevet reduceret og Lagrene tømt; paany har Nationalbankens Opkøb af udenlandske Tilgodehavender skabt Pengerigelighed her i Landet.

Men der er ogsaa Forskelligheder mellem dengang og nu. Intet Guld er strømmet til Landet; tværtimod har man for at kunne klare Rentebetalinger i Udlandet maattet sælge Guld for en Snes Mill. Kr. Ej heller er danske Obligationer vendt hjem fra Udlandet. Overfor Danmarks store nyerhvervede Marktilgodehavender staar derfor stadig en bety-

delig Gæld i anden Valuta. Og selvom de nye Markfordringer nu overstiger den Nettogæld til Udlandet, som Danmark havde ved Krigens Udbrud, saaledes at vort Land ligesom under den første Verdenskrig er blevet Kreditorland, har en Beregning af Landets *Nettotilgodehavende* i Udlandet ikke megen reel Betydning under de nuværende Forhold. Thi de nye Tilgodehavender i Tyskland er ikke i »fri« Valuta; de vil til sin Tid kunne benyttes til Indkøb af Varer i Tyskland, men kan ikke uden videre bruges til Afvikling af Gæld eller andre Betalinger i andre Lande. Og medens det forrige Gang var de andre Banker der førte an i Kreditudvidelsen, er det denne Gang Nationalbanken som er gaaet i Spidsen ved sine Køb af udenlandske Tilgodehavender.

Ogsaa Virkningerne af Nationalbankens Ombytning af udenlandske Tilgodehavender med danske Kroner er tildels blevet andre nu end under forrige Krig. Det blev nu klart erkendt, at det maatte være Regeringens Sag at fastlægge Landets pengepolitiske Linie, og hverken den eller Nationalbanken savnede denne Gang Blik for en Inflationspolitik's Farer; Nationalbanken har ved Obligationssalg og paa anden Maade maalbevidst søgt at neutralisere Pengerigeligheden, og selv om Statsmagtens Evne og Vilje til at lade Handling følge paa de mange Ord om at undgaa Inflation ikke paa alle Omraader har været lige stor, har den stærkere Raastofmangel i hvert Fald hindret Udvidelser og Ny anlæg til opskruede Priser i tilnærmelsesvis at tage samme Omfang som sidst. Pengerigeligheden har derfor kun i mindre Grad taget Form af forøget Seddelcirkulation; Hovedparten af Pengene er gaaet ind i Banker og Sparekasser og er herfra vendt tilbage til Nationalbanken som Indskud paa Foliokonto.

Det var denne Gang vanskeligere at imødegaa de udefra kommende Prisstigninger ved Sænkning af de fremmede Valutakurser; det mødte nemlig i Krigens første Maaneder den Vanskelighed, at Importpriserne denne Gang var steget langt stærkere end Eksportpriserne. Af Frygt for ligesom sidst at blive delagtiggjort i de krigsførende Landes Inflation besluttede man sig alligevel straks ved Krigens Begyndelse til at lade Sterlingkursen falde og gik over til at holde en fast Dollarkurs; men saa maatte man til Gengæld, skønt man samtidig sænkede Kronen 8 pCt., træffe forskellige Foranstaltninger til Støtte for Landbruget. Ogsaa senere, da Eksportpriserne blev sat i Vejret, mødte Tanken om at bremse Prisstigningen gennem en Kronehævning dog Modstand fra forskellig Side. Nu, hvor hele Udenrigsomsætningen var fastlagt ved Regeringsaftaler, kunde en Fastlæggelse eller Nedsættelse af de Priser, der gælder i Udenrigshandelen, i og for sig ogsaa lige saa godt foretages direkte ved Aftaler om Priserne uden Ændring af Valutakurserne, saa-

ledes som det ogsaa skete i et vist Omfang ved Aftaler mellem Danmark og Tyskland i Foraaret 1941. I Januar i Aar lykkedes det dog at faa gennemført en Opskrivning af den danske Krones Værdi med de 8 pCt., hvormed den ved Krigens Begyndelse var blevet sænket.

Men lad os vende tilbage til Situationen ved forrige Krigs Afslutning. Krigsaarenes Undladelsessynder kunde i vid Udstrækning være blevet sonet, om Nationalbanken i Aarene lige efter Krigen var slaaet ind paa en mere maalbevidst Politik. Banken kunde maaske vanskeligt have gjort ret meget for at hindre, at de ledige Penge, da der atter viste sig Mulighed for at hjemføre Varer, blev hævet og benyttet til Indkøb af fremmed Valuta, dels til mere spekulativ Oplagring af Varer i Forventning om Københavns Chancer som Stabelplads for Østersølandene. Men det var ikke blot de ledige Penge fra Krigens Tid, der nu meldte sig. Ved en omfattende Rediskontering supplerede Nationalbanken de andre Bankers synkende Kassebeholdninger og gjorde det muligt for dem fortsat at udvide deres Kreditgivning. Inflationen blev endnu stærkere end under Krigen, og ogsaa en Del af denne nyskabte Købekraft meldte sig som Efterspørger af udenlandske Varer. Da samtidig Priserne paa Importvarerne steg stærkt, medens vor Eksport mødte betydelige Vanskeligheder baade i England og Tyskland, blev Resultatet, at Sterling og Dollars, der allerede i Januar 1919 passerede Pariteten, naaede op i den dobbelte Højde i November samme Aar. Og nu som i Verdenskrigens Begyndelse forstærkede Nationalbanken Valutaknapheden ved Opkøb af Guld for at kunne overholde Dækningsreglerne.

Denne Udvikling taler sit tydelige Sprog om de Vanskeligheder, man maa være paa Vagt overfor ved Afslutningen af den nuværende Krig. Maaske tør man haabe, at Erhvervslivet endnu har Krisen efter 1920 i saa frisk Erindring, at det ikke lige saa hovedkulds som sidst styrter sig ud i store Indkøb fra Udlandet. Men man bør ikke undervurdere den Belastningsprøve, vor økonomiske Politik kommer ud for, naar de ledige Penge engang igen søger Anbringelse i Erhvervslivet og de udenlandske Tilgodehavender søges hjemført i Form af de for Produktionens Igangsættelse nødvendige udenlandske Raavarer.

I 1919 var et Par aldeles utilstrækkelige Diskontoforhøjelser Nationalbankens eneste Forsøg paa at tage Haand i Hanke med Udviklingen, og et fra nationaløkonomisk Side rejst Krav om øjeblikkelig Genindførelse af Guldfoden for ved Genoptagelse af Seddelindløsning og fri Guldeksport at tvinge Nationalbanken til en mere restriktiv Kreditpolitik vandt ingen Genklang. I Stedet blev det i de følgende Aar Gang paa Gang foreslaaet og i et vist Omfang ogsaa forsøgt at begrænse

Valutakursernes Stigning ved direkte Indgreb med det Formaal at begrænse Importen af »overflødige« udenlandske Luksusvarer.

Verdenskrisen i 1920 bragte ogsaa her hjemme Nedgang baade i Priser og Valutakurser. Det stærke Prisfald udsatte imidlertid Bankerne for store Vanskeligheder. De Virksomheder, der var Laantagere i Bankerne, havde foretaget Nyanlæg eller opkøbt Varerne til de høje Priser; og de led nu vældige Tab og blev i mange Tilfælde tvunget til Standsning eller Kapitalnedskrivning. I de følgende Aar indtraadte der derfor op mod et halvt Hundrede Bankkrak, hvoraf Landmandsbankens var langt det største.

Allerede i 1921 sænkede Nationalbanken sin Diskonto for at komme de af Krisen ramte Byerhverv til Hjælp, og Aaret efter traadte den Gang paa Gang hjælpende til overfor nødstedte Banker. Gennem Nationalbankens Kreditudvidelse skabtes der i disse Aar en særlig dansk Inflation, som afspejlede sig i stigende Priser og Lønninger og paany sendte de fremmede Valutakurser i Vejret. Vendepunktet indtraadte i 1924, da Nationalbanken endelig under Pres fra Regeringen udsendte et Cirkulære, hvori den erklærede, at den normale Adgang for Banker og Sparekasser til at opnaa Laan skulde begrænses væsentligt; særlig til Luksusimport og til offentlige Formaal. Fra Efteraaret 1924 sporedes Kreditindskrænkningens Virkninger. Medvirkende til Kursforbedringen var dog tillige den samtidig indtrædende Stigning i Afsætning og Priser paa det engelske Marked og de betydelige udenlandske Laan, som Staten optog i 1924 og 1925.

Ved Udgangen af 1925 blev det paalagt Nationalbanken at sælge Dollars til en vis Højestekurs, der gradvis skulde nedsættes i de følgende to Aar; men snart bevirkede forskellige sammenstødende Omstændigheder, at Udbudet af fremmed Valuta blev saa stort, at Dollarkursen faldt væsentlig under de fastlagte Kurser. Ikke mindst søgte udenlandske Spekulanter, hvis Kapitaler ved Pundets Forankring paa Guldbasis i April 1925 var blevet »arbejdsløse«, et nyt Operationsfelt i Danmark, hvor den lovfæstede Sænkning af Dollarkursen garanterede en Kursgevinst ved Kapitalernes Hjemtrækning.

Mens Diskussionens Bølger gik højt om, hvorvidt det var mest ønskeligt ved en »Kronenedskæring« at stabilisere Valutakurserne paa det daværende Niveau eller gennem en Deflationsproces at naa tilbage til den gamle Guldparitet og genskabe en »ærlig Krone«, sprang Kronen da paany fra sin Vogter. Allerede i Begyndelsen af 1926 var den kun et Par Procent fra Pari, og ved Aarets Udgang skred man til Genindførelse af Guldfoden ved den gamle Paritet.

Den nye Guldfodsæra blev dog kun kortvarig. Allerede i September 1931 fulgte Danmark med, da England forlod Guldet, og heller ikke i de mellemliggende Aar var Valutaproblemet taget af Dagsordenen, idet Tilpasningen af Landets økonomiske Liv til den genoprettede Guldparitet i disse Aar var et af Landets vigtigste politiske og økonomiske Problemer. Thi Kronens Hævning til Pari skabte i 1926—27 en Deflationskrise, som bragte Arbejdsløshedstallene op paa et hidtil ukendt Niveau og gjorde Forrentningen af den i Inflationsaarene stærkt forøgede Landbrugsgæld til en tyngende Byrde.

Naar man under Henvisning til disse bitre Erfaringer advarede mod Kronehævning i 1940—41, var der dog to Ting, man var tilbøjelig til at glemme. For det første, at man i 1926—27 nærmest havde svagt synkende Priser ude i Verden, medens det nu gjaldt om at modvirke en stærk udefra kommende Prisstigning. For det andet, at man dengang først havde lavet en Inflation i 1923—24 og derpaa stillede sig den haabløse Opgave at gøre Uretten god igen ved Deflation, medens Formaålet i 1940 netop var at undgaa baade Inflationen og en eventuelt efterfølgende Deflations sure Svie.

/ Det danske Landbrug var i Forvejen haardt ramt af den internationale Landbrugskrise, da Situationen brat forværredes ved Pundets Fald i 1931. Havde Danmark da holdt fast ved Guldet, vilde Landbrugets Priser pludselig være gaaet 30—40 pCt. ned. Det, man gjorde, da man forlod Guldet og lod Kronen falde i Takt med Sterling, var med andre Ord et Forsøg paa at dæmme op for det fortsatte Verdensprisfalds ødelæggende Virkninger. Og da Verdenspriserne fortsat faldt, og Landbrugets Kaar yderligere forringedes, opstod der ganske naturligt Ønsker om at gaa videre med Kronesænkningen. Dette skete ogsaa, idet man i Januar 1933 ved det saakaldte »Kanslergadeforlig« satte Sterlingkursen op til 22,40—22,50. Nationaløkonomerne gjorde allerede dengang gældende, at Konsekvensen af denne Politik maatte være, at man, hvis Landet senere truedes af en Prisstigningsbølge udefra, omvendt skulde hæve Kronen.

Dette Synspunkt fremhævedes stærkt i Nationalbankens Beretning for 1940, hvori Bankens Direktion understregede Ulemperne ved den stedfundne Prisopgang og pegede paa Nødvendigheden af ved en Kronehævning i nogen Maade at imødegaa Prisstigningen; og som allerede nævnt lykkedes det omsider efter langvarige Forhandlinger at faa en beskeden Kronehævning gennemført i Januar i Aar.

/ Fra 1933 til 1939 fastholdt man imidlertid den uforandrede Sterlingkurs. Man administrerede med andre Ord Papirfoden paa akkurat samme Maade, som man før administrerede Guldfoden. Nu som under

Guldfoden var det umiddelbare Formaal for Pengepolitikken at opretholde en fast Valutakurs.

Under Indtryk af de mange Diskussioner, der var blevet ført i første Halvdel af Tyverne, om at holde Valutakurserne nede ved direkte Indgreb overfor Importen, valgte man nu fra Politikernes Side denne Fremgangsmaade i Stedet for Kreditpolitikken til Fastholdelse af Sterlingkursen. Det skete gennem Valutacentralens omfattende Importregulering. Derigennem haabede man fra Politikernes og Erhvervslivets Side at kunne undgaa Kreditstramning med deraf følgende Arbejdsløshed og Produktionsindskrænkninger. Ja, man mente endda, at man derved baade kunde sikre den faste Sterlingkurs og samtidig bevare frie Hænder i Pengepolitikken indadtil. Kriseforliget i Januar 1933 satte udtrykkelig Rentesænkning paa Dagsordenen med det Formaal dels at hjælpe de daværende Landejendomsbesiddere til at klare deres Forpligtelser, dels til Gavn for Beskæftigelsen at puste Liv i Byggeriet, der var gaaet omtrent helt i Staa. Men naar man stimulerede Byggeriet, maatte man regne ikke blot med øget Import af Byggematerialer, men ogsaa med voksende Efterspørgsel efter de udenlandske Forbrugsvarer, som de tidligere Arbejdsløse, der nu fik Beskæftigelse, derigennem fik Raad til at købe. Trods en vis Skærpelse af Importreguleringen viste det sig da ogsaa, at Bankernes kortfristede Gæld til Udlandet stadig øgedes i Løbet af Aaret 1934 og første Halvdel af 1935.

Saaframt man ikke fortsat kunde eller vilde dække Betalingsbalancens Underskud ad Laanevejen, var der kun to Muligheder for at fortsætte Rentesænkningen: Enten at sænke Kronen yderligere eller at skærpe Importbegrænsningen for »undværlige« Varer for at muliggøre Indførsel af de til Opsvingets Gennemførelse nødvendige Raa- og Hjælpstoffer. Det var væsentlig den anden Vej, man slog ind paa, men ogsaa denne Udvej mødte betydelige Vanskeligheder, bl. a. fordi vi ved Handelsaftaler var forpligtet til at aftage mange Varer i bestemte Mængder fra forskellige Lande. Man maatte derfor erkende, at Grænsen for den indre Ekspansion var naaet. Det var i Virkeligheden denne Erkendelse, der bragte Konverteringen til Standsning i Begyndelsen af 1935.

Trods Importreguleringen viste det sig altsaa umuligt at komme udenom Kreditpolitikken, naar Kronekursen skulde holdes, og i de følgende Aar søgte man da at kombinere Importregulering og Kreditpolitik som Midler til paa een Gang at holde Sterlingkursen, varetage de handelspolitiske Hensyn og opnaa den størst mulige Beskæftigelse med Bevarelse af nogenlunde uforandrede Pengelønninger. Netop de mange forskellige Formaal, Valutacentralen var udset til at tjene, gjorde, at

det ikke altid var lige let at faa de to Streng, hvorpaa der nu kunde spilles, til at klinge helt harmonisk sammen. Fra Nationalbankens Side blev der dog efter Bankens Omordning og Ledelsens Fornyelse i 1936 ført en kraftigere og mere maalbevidst Politik end tidligere, og i 1937—38 lykkedes det da ogsaa paany at faa oparbejdet en ganske betydelig Valutareserve.

Skal man til Afslutning kort karakterisere dansk Pengepolitik i de sidste Aar før den anden Verdenskrigs Udbrud, kan man sige, at den ligner Fortidens ved at tage Sterlingkursens Opretholdelse og Valutareservens Størrelse til Rettesnor. Den støttede sig ogsaa stadig i et vist Omfang til Laantagning i Udlandet, mindre dog til Dækning af Under-skud paa den løbende Betalingsbalance end til Oparbejdelse af en Valutareserve. Derimod adskiller Pengepolitiken sig fra tidligere Tiders, dels ved at Diskontopolitiken i højere Grad er blevet suppleret med Køb og Salg af Obligationer, dels og navnlig ved at hele Kreditpolitiken er blevet indføjet som Led i en mere omfattende økonomisk Politik fra Statens Side (Valutacentral; offentlige Arbejder; Lønpolitik; Skattepolitik).

Der kan blive god Brug for et maalbevidst Samvirke mellem alle disse Faktorer, naar Efterkrigstidens økonomiske Vanskeligheder skal bekæmpes.