

## DEN AMERIKANSKE DOLLAR 1914—24.

En Oversigt med Anmærkninger.

Af K. Riis-Hansen.

### I.

I Perioden 1914—24 var Amerika det eneste fri Guldmarked og saaledes ogsaa det eneste Land, hvor en umiddelbar Iagttagelse af Guldets Købeevne overfor Varer var mulig. Det Guldeksportforbud, som var gældende fra September 1917 til Juni 1919, var i denne Sammenhæng uden praktisk Betydning, eftersom det netop var i denne Periode, at Guldtilstrømningen til Amerika udefra var særlig stærk. Dollarens Værdi eller Købeevne paa det amerikanske Marked angiver saaledes ogsaa Guldets Værdi og danner det faste Udgangspunkt, hvorudfra Værdien af andre Landes Penge eller Valuta maa ses, og deres Bevægelser vurderes. Ved Periodens Udgang eller ultimo 1924 var det amerikanske Priseniveau gennemsnitlig ca. 50 pCt. over 1914 eller Tiden før Verdenskrigen og Dollarens eller Guldets Købeevne saaledes sunket med  $\frac{1}{3}$  eller til kun at udgøre  $\frac{2}{3}$  af Værdien før Krigen. Dette Slutresultat fremkom imidlertid først efter endnu langt stærkere Forskydninger. I Maj 1920, da Prisstigningen kulminerede, var Dollarens Værdi kun 40 pCt. af Førkrigsværdien, medens det derefter indtraadte voldsomme Prisfald bragte den op til 55 pCt. ultimo 1920 og 71 pCt. ultimo 1921; siden da har Priserne atter nærmest været stigende, og Dollaren har ligget omkring  $\frac{2}{3}$  af Førkrigsværdien.

Til disse ganske overordentlige stærke Udsving er der naturligvis sket tilsvarende Forskydninger i Forholdet mellem Omsætningens Omfang og Omsætningsmidlernes Kvantitet, taget i videste Betydning. Et samlet Overblik over disse Forhold giver for 1913—24 gennemsnitlig følgende

Sammenstilling af Indekstal; Tallene for 1913 er overalt sat til 100<sup>1)</sup>).

	Engros Varepriserne	Produktionens og Omsætningens Omfang	Samlet Penge- cirkulation	Bank- deposita
1913.....	100	100	100	100
1914.....	98	99	103	106
1915.....	101	104	109	114
1916.....	127	109	115	141
1917.....	177	112	121	168
1918.....	194	113	138	188
1919.....	206	110	153	220
1920.....	226	113	162	245
1921.....	147	100	144	233
1922.....	149	110	132	240
1923.....	154	125	141	265
1924.....	150	120	144	277

I Tallene for Produktionens og Omsætningens Omfang skulde foreligge et nogenlunde paalideligt Udtryk for det samlede amerikanske Forretningsliv og dettes Krav paa Omsætningsmidler, saaledes at disse maatte forøges i tilsvarende Grad, hvis Omsætningen skulde forløbe glat uden Ændring i Prisniveauet. Muligt gælder dette ikke fuldt for Aarene 1917—18, hvor Regeringsindkøbene, der gennemgaaende foregik paa første Haand og i store Partier, spillede en forholdsvis betydelig Rolle, idet der til disses Afvikling krævedes væsentlig færre Omsætningsmidler, end saafremt det havde drejet sig om almindelige Forretningskøb, men der er dog næppe Anledning til at gøre Tallenes Brug afhængig af en Korrektion paa dette Punkt, saa meget mere som andre foreliggende Beregninger af samme Art viser en lidt stærkere Stigning<sup>2)</sup>). Hovedindtrykket er, at den foregaaede Udvikling af den amerikanske Produktion i Virkeligheden har været adskilligt under, hvad man vilde have ventet. 1914 var nærmest et Depressionsaar med ringere Forretningsaktivitet end normalt, og en

<sup>1)</sup> De anførte Tal for Varepriserne er de af Bureau of Labor Statistics reviderede og bygger iøvrigt paa officielle Data med Undtagelse af Tallene for Omsætningens Omfang, der for Aarene indtil 1919 er taget fra Kemmerer: High Prices and Deflation (1920) og for Tiden derefter beregnet saavidt gørligt efter en tilsvarende Linje, dog uden fuld Sikkerhed for, at Tallene er helt homogene.

<sup>2)</sup> Prof. Mitchell kommer saaledes i History of Prices during the War til følgende Tal for 1913—18:

1913.....	100	1916.....	111
1914.....	99	1917.....	114
1915.....	107	1918.....	116

Stigning af  $3\frac{1}{2}$  pCt. aarlig for 1914-18 er ikke stort mere, end hvad der svarer til det dobbelte af Befolkningstilvæksten. For Aarene 1915 og 1916 var Fremgangen ganske vist 5 pCt. aarlig, og Forretningens Omfang var saaledes 1916 ca. 10 pCt. højere end i 1914, men i Betragtning af, at 1916 ganske almindelig karakteriseres som et af de travleste Aar, Amerika har kendt, er selv denne Stigning ingenlunde overvældende. Man maa i det hele taget sikkert gøre sig det klart, at selve de reelle Udsving mellem gode og daarlige Forretningsaar ikke er saa overordentlig store. I den heromhandlede Periode, hvor dog Udsvingene maa regnes at have været særlig voldsomme, udgør de, naar Hensyn tages til den almindelige naturlige Vækst, højst en halv Snes Procent til begge Sider (henholdsvis Aarene 1921 og 1923).

Som alt nævnt kulminerede Stigningen 1916; den fortsattes vel ogsaa 1917-18, men Tempoet sagtnede efterhaanden. Endskønt Amerikas Deltagelse i Krigen i disse Aar tilskyndede til en yderligere Anspændelse, viste det sig umuligt at udvide den nationale Produktion væsentlig udover, hvad der alt var naaet i 1916. Det kunde naturligvis heller ikke undgaa at virke stærkt svækkende her overfor, at der i Løbet af disse Aar droges op imod 5 Mill. Mand bort fra det produktive Erhvervsliv til militært Brug, thi den Erstatning, der var til Raadighed, var i hvert Fald uøvet og af ringere fysisk Styrke. 1919 var et Overgangsjaar. Efter Vaabenstilstanden November 1918 ophørte straks al Krigsproduktion og Omlægningen deraf til Fredsproduktion kunde naturligvis ikke ske uden adskillige Forstyrrelser og midlertidige Standsninger. Med betydelige Vanskeligheder var det ogsaa forbundet at faa genanbragt det store Antal hjemvendende Soldater, og fuld Udnyttelse af disse Kræfter, der ikke som produktiv Faktor havde vundet ved deres Deltagelse i Krigen, lod sig først opnaa efterhaanden. Resultatet heraf, yderligere forringet ved det forholdsvis store Antal Arbejdsstandsninger, der var karakteristisk for 1919, blev aftagende Totalproduktion. Efterhaanden overvandt man dog Vanskelighederne, der for Størstedelen kun var af forbigaaende Art, og den tilsyneladende umættelige Varehunger fra Europas Side drev Produktionen frem til Udnyttelse af det foreliggende Produktionsapparat indtil den yderste Mulighed. Produktionen voksede da ogsaa i Slutningeu af 1919 og Begyndelsen af 1920 overordentlig, indtil det voldsomme Prisnedslag fra Efteraaret 1920 satte en afgørende Stopper herfor. Gennem den sidste Del af 1920 og

hele 1921 raadede Depressionen, og Produktionen var da ogsaa i 1921 abnormt nedsat. Det følgende Aar nærmede man sig atter et Normalaar, der for 1922 sammenlignet med Tiden før Krigen, maa ligge 10 à 15 pCt. højere, og 1923 var alle Kræfter i fuld anspændt Virksomhed, og Aaret blev Topaaret i hele Perioden, der selv om Hensyn tages til den forventelige, normale Fremgang, oversteg 1916. 1924 danner heroverfor en mindre Reaktion.

Overfor de her omtalte gennemgaaende ikke særlig betydelige Udsving i Aarstallene for den amerikanske Forretnings Omfang viser Pengecirkulationen en fortsat og meget stærk Vækst indtil Udgangen af 1920, hvor den var  $\frac{2}{3}$  større end Førkrigscirkulationen, for derefter ret pludselig at falde og i følgende Aar holde sig omkring 40 pCt. over dette Niveau. Denne enorme Stigning i Pengecirkulationen indtil 1920 var i første Linje en simpel Følge af de betydelige Guldtillførsler, som Amerikas store Vareeksport, navnlig til de krigsførende Lande i Europa, drog efter sig, men i samme Retning virkede ogsaa, at den Guldreserve, som holdtes i Beredskab som Dækning overfor den cirkulerende Seddelmængde, i 1918—20 forholdsvis set reduceredes.

Netto-Guldtillførslen vil for hele den her omhandlede Periode fremgaa af nedenstaaende Oversigt, hvor desuden er medtaget Merudførslen af Varer (bortset fra saavel Guld som Sølv), for begge Rækkers Vedkommende med de tilsvarende Tal tilføjet særskilt for Europa. Tallene angiver Generalhandelen i Mill. Dollars.

	Merudførsel af Varer		Merindførsel af Guld <sup>1)</sup>	
	Ialt	Til Europa	Ialt	Fra Europa
1913.....	691	586	÷ 28	—
1914.....	324	591	÷ 165	—
1915.....	1776	1357	421	—
1916.....	3091	2383	530	—
1917.....	3274	3714	181	—
1918.....	3118	3320	21	—
1919.....	4016	4437	÷ 160	100
1920.....	2950	3228	50	180
1921.....	1976	1609	667	513
1922.....	719	1092	238	217
1923.....	375	936	294	235
1924.....	980	1348	258	175

<sup>1)</sup> Tallene er de officielle undtagen for 1919 og 1920, hvilke er korrigerede efter Folkeforbundets Memorandum on balance of payments. Vol. I, S. 10.

Efter de her givne Tal var Nettotilgangen af Guld udefra 1915—24 2500 Mill. Doll., fordelt med 1153 Mill. Doll. for Aarene 1915—18 og 1507 Mill. Doll. for 1920—24, medens der for 1919 var et Nettotab af 160 Mill. Doll.<sup>1)</sup>. Lægges hertil den amerikanske Guldproduktion for de samme Aar eller ialt ca. 740 Mill. Doll., faas 3240 Mill., hvortil svarer en Forøgelse af Amerikas officielle Guldbeholdning i samme Tidsrum af 2720 Mill. Doll. eller 520 Mill. Doll. mindre, hvilket vel væsentlig skyldes Anvendelsen af Guld til Smykker eller anden industrielt Brug. Hvorledes den Forøgelse af 2720 Mill. Doll. i Amerikas officielle Guldbeholdning har virket overfor den cirkulerende Pengemængde, vil fremgaa af omstaaende Oversigt.

Under Pengecirkulation er medregnet saavel Sedler som cirkulerende Mønt (Guld, Sølv og Skillemønt) og under Guldbeholdningen saavel det i Treasury som Centralbankerne be-roende Guld. Af dette sidste er ganske vist en Del baand-lagt som Dækning for Deposita, men uanset Formen for de givne Dækningsregler bør, naar der ønskes givet et Udtryk for, i hvilken Grad den voksende Guldmængde har givet sig Udslag i en Forøgelse af den cirkulerende Pengemængde, den samlede Guldbeholdning danne Sammenligningsgrundlaget. Og en saadan Sidestilling viser da, at Forøgelsen i Landets Guldbeholdning, der navnlig i Aarene 1915 og 1916 var meget betydelig, ikke lige straks gav sig tilsvarende Udslag i Penge-mængden; endnu ved Udgangen af 1917 var i Sammenligning med 1913 Pengemængden kun steget med ca. 800 Mill. Doll., men Guldbeholdningen med over 1100. I 1918 steg Penge-mængden derimod overordentlig stærkt, medens Guldbeholdningen holdt sig omtrent uforandret; 1919 fortsattes Stigningen i Pengemængden, medens Guldbeholdningen endogsaa i dette Aar formindskedes, og i 1920 forøgedes Guldbeholdningen adskilligt mindre, end Pengecirkulationen voksede. Følgen blev derfor ogsaa en stadig ringere og ringere procentvis Gulddækning, saaledes at man 1919—20 atter var nede paa det samme

<sup>1)</sup> For samme Periode (1915—24) udgjorde Merudførslen af Varer ca. 22 300 Mill. Doll. og til Europa 23 400 Mill. Doll. mod en Nettotilførsel af Guld fra Europa af ca. 2100 Mill. Doll. Til de øvrige 21 300 Mill. Doll., hvormed Varebalancen overfor Europa overstiger Guldtilførslen derfra, svarer bl. a. Amerikas Krigslaan til europæiske Regeringer, oprindelig ca. 11 000 Mill. Doll., medens Resten i alt væsentlig er afbalanceret ved Amerikas Køb af europæiske Papirer eller ved Stiftelse af anden, fast eller løs Gæld.

Ved Udgangen af	Samlet Penge-	Dækningsres.	Tilsammen	Total Guld-	Guldbeholdning	
	cirkulation	hos F. R. B.		beholdning	i pCt. af	
	Mill. ₤	Mill. ₤	Mill. ₤	Mill. ₤	Penge-	Pengecirc.
					cirkulation	og Dæk-
						ningsres.
1913.....	3447	—	—	1924	56	—
1914.....	3545	—	—	1816	51	—
1915.....	3909	415	4324	2312	59	53
1916.....	3916	700	4616	2912	74	63
1917.....	4256	1567	5823	3040	71	52
1918.....	5105	1813	6918	3081	60	44
1919.....	5312	2022	7334	2919	55	38
1920.....	5645	1828	7473	3004	53	39
1921.....	4707	1819	6526	3657	78	56
1922.....	4733	1973	6706	3933	83	59
1923.....	4951	1938	6889	4247	85	61
1924.....	4992	2265	7257	4535	90	62

Anm. Tallene for „Samlet Pengecirkulation“ for 1914 og 1915 er lidt for høje sammenlignet med de følgende Tal, uden at der dog antagelig behøver at tillægges dette større Betydning, i hvert Fald ikke under en mere oversigtsmæssig Behandling. Tallene for Guldbeholdningen for 1919 og 1920 er korrigerede under Hensyn til det i Note 1 Side 260 anførte.

Forholdstal som før Krigen, men ganske vist med det Resultat, at Forøgelsen i Guldbeholdningen nu var gaaet over i Cirkulationen med det dobbelte Beløb.

I de følgende Aar, hvor Guldbeholdningen atter stiger meget stærkt, gentages Forholdet fra de første Krigsaar, blot endnu mere udpræget. Pengecirkulationen falder fra Udgangen af 1920 indtil medio 1922 med 1270 Mill. Doll. som Følge af det i Foraaret 1920 indledede Prisfald, medens Stigningen i Guldbeholdningen er stærkere end nogensinde (782 Mill. Doll.), saaledes at denne medio 1922 svarer til 86 pCt. af den cirkulerende Pengemængde, mod noget over 50 pCt. i 1919—20 og før Krigen. Og denne voldsomme indbyrdes Niveauforskydning er siden nogenlunde uændret opretholdt, idet der til den derefter skete yderligere Forøgelse i Guldbeholdningen svarer en omtrent lignende Stigning i Pengecirkulationen, saaledes at Guldbeholdningen ved Udgangen af 1924 formaede at dække 90 pCt. af den cirkulerende Pengemængde.

Noget mere afdæmpet viser de indtraadte Forskydninger

sig, naar man til den cirkulerende Pengemængde tillægger de hos de 12 amerikanske Centralbanker (Federal Reserve Banks) af de almindelige Banker (Member Banks) indsatte pligtige Dækningsreserver overfor de hos dem selv beroende Deposita. Disse Dækningsdeposita kan i en vis Forstand sidestilles med cirkulerende Sedler, opfattes som en hvilende Kontantreserve til Brug i paakrævede Tilfælde, hvorfor da ogsaa Reservebankerne er pligtige til heroverfor at holde en Guldreserve paa samme Maade som overfor de af dem udstedte Sedler (henholdsvis mindst 35 og 40 pCt.). Betragtet paa denne Maade dækker Landets Guldbeholdning ved Udgangen af 1924 kun 62 pCt. eller ikke mere end i 1916, hvilket skyldes den betydelige Stigning, der har fundet Sted i de hos Reservebankerne indestaaende Dækningsdeposita, der atter stiger og falder med de hos de almindelige Banker indsatte Midler.

Omend Guldforøgelsen saaledes langt fra har givet sig forholdsmæssig Udslag i Pengecirkulationen, er denne som alt nævnt dog steget betydeligt og var 1924 over 40 pCt. større end 1913. Men langt stærkere har dog Stigningen været i Anvendelsen af andre Betalingsmidler, i første Linje Checks, hvilket for et Land som Amerika har saa meget større Betydning, som man regner, at normalt besørgeres 80 à 85 pCt. af alle Omsætninger ved Hjælp af Checks. Grundlaget for Anvendelsen af Checks er de hos Bankerne deponerede Midler, hvad enten disse er fremkommet som egentlige Indskud eller blot ved en Overførelse til Deposita af ydet Kredit, saaledes som det er Sædvane i Amerika saavel som i England og andetsteds, og disse steg 1913—24 fortsat, blot med en enkelt Afbrydelse i 1921, og udgjorde i Slutningen af Perioden henimod det dobbelte af hvad der indestod i Begyndelsen (fra ca. 13,000 Mill. Doll. i 1913 til ca. 37,000 Mill. Doll. i 1924); jfr. Oversigten Side 258, der indeholder Forholdstal for de samlede Deposita for hele Perioden.

Nu er det ganske vist ikke Deposita som Helhed, der her kommer i Betragtning, men kun „demand deposits“ eller Deposita paa Anfordring, men disse har under hele Perioden udgjort langt den største Del, omend noget aftagende (mellem  $\frac{4}{5}$  og  $\frac{3}{4}$  i Begyndelsen og  $\frac{2}{3}$  i Slutningen). Men dertil kommer, at der ej heller mellem Deposita paa Anfordring og Antallet af trukne Checks kan regnes med et fast Forhold, men at dette svinger ret stærkt med Konjunkturerne, saaledes som disse giver sig Udslag i stigende eller faldende Varepriser. Under stigende Varepriser øges Cirkulationshastigheden

for Deposita eller Antallet af Checks, der i Løbet af en vis Periode trækkes paa et bestemt Banktilgodehavende, medens omvendt Hastigheden aftager, naar Priserne er faldende. Dette er med al Tydelighed godtgjort gennem de Undersøgelser over „velocity of bank deposits“, som er foretaget for 1919—22, om end de ganske vist som Resultat synes at have givet en noget mindre Forskel mellem Prisstignings- og Prisfaldsperioder, end man vel paa Forhaand vilde formode<sup>1)</sup>. I den stærke Prisopgang fra 1917 til Foraaret 1920 har saaledes et hastigere Omløb for Checkkrediten udgjort et vigtigt Element, paa den ene Side fremkaldt af stigende Priser, paa den anden Side dannende en væsentlig Betingelse for en yderligere Fortsættelse. Og det voldsomme Prisfald, der indledes i Foraaret og fortsattes indtil midt i 1921, gav sig intet tilsvarende Udslag i den cirkulerende Pengemængde, der tværtimod var i fortsat Opgang indtil Udgangen af 1920, men har en Parallel dels i et Fald i Deposita paa 10 à 15 pCt. dels i en ringere Omløbshastighed for disse Midler med et noget stærkere Udsving.

Ogsaa for Pengenes Omløbshastighed gælder det, at den er varierende med Konjunkturerne, paavirket af om Forretningslivet forløber livligt eller trægt, eller om Varepriserne er stigende eller faldende.

Det er paa dette Punkt, at i hvert Fald en af Hovedindvendingerne mod Kvantitetsteorien, saaledes som den paa Grundlag af amerikansk-engelske Forhold i moderne Tid er udformet, sætter ind, idet dens Forudsætning om en vis, tæt Korrespondens mellem Pengemængde, Deposita og Omløbshastighed for henholdsvis Pengemængde og Deposita i bedste Fald kun slaar til under rolige og jævne Prisforhold, men i hvert Fald ganske brister, naar Prisniveauet er undergivet hastige og stærke Forandringer. Naturligvis kan Teorien søges reddet ved at karakterisere saadanne stærke og hastige Prisforandringer som noget unormalt eller forbigaaende, saaledes at den altsaa bevarer sin Gyldighed i det lange Løb, eller naar de stærke Konjunkturudslag tænkes udjævnede, men dette aabner Vejen for den ret farlige Kritik, at Teorien altsaa er en Abstraktion, der hvert Øjeblik kan svigte overfor den konkrete Virkelighed, eller en Teori, der kun gælder under økonomiske Ligevægtsforhold, men i hvert Fald, hvor det drejer sig om

<sup>1)</sup> Jfr. Federal Reserve Bulletin 1923, S. 562.



en Udvikling, der bæres frem af stærkt virkende Kræfter, kun byder en første, tilnærmelsesvis Vejledning, der maa nærmere udfyldes gennem en Undersøgelse af Udviklingen, saaledes som denne faktisk forløber. At Kvantitetsteorien uanset dette bevarer sin Betydning, saa langt dens Forudsætning rækker, er naturligvis klart, men den har da mistet sin umiddelbare, praktiske Anvendelighed, bl. a. overfor Tildragelserne under og efter Verdenskrigen.

Det simpleste vilde naturligvis være, om man, som Kvantitetsteorien i Almindelighed forudsætter, altid kunde opfatte Prisniveauet eller rettere Prisbevægelsen som et udelukkende passivt Element, aarsagsbestemt af de cirkulerende Penge og Kreditmidler og disses Omløbshastighed, men dette maa man afstaa fra, naar det drejer sig om Konjunkturbevægelser. Og det hjælper ikke over Vanskeligheden at opfatte Afvigelserne blot som Overgangsfænomener<sup>1)</sup>, thi Konjunkturerne er jo tværtimod i moderne Tid det normale. Vi befinder os altid i en Overgangstilstand, hvor Linjen enten peger op eller ned, og Overgangsfænomenerne bliver derfor i denne Sammenhæng praktisk taget de vigtigste, som man næppe paa Forhaand bør placere uden for Teorien. Man bør med andre Ord opgive Tanken om, at der i Kvantitetsteorien rummes en uantastelig Aarsagsforklaring med Omsætningsmidlerne som Aarsag og Prisbevægelsen som Virkning og slaa sig til Taals med, at den kun giver Udtryk for Nødvendigheden af et indbyrdes Ligevægtsforhold mellem forskellige Momenter uden paa Forhaand at fratage noget af disse aktiv Indflydelse paa Sammenspillet. Thi dette betyder naturligvis ikke, at alle Elementer dermed er gjort fuldt ud ligestillede, eller at der ikke indenfor dette Sammenspil findes et enkelt, der i det lange Løb angiver Bevægelsesretningen eller er det styrende, saaledes som det utvivlsomt under en Guldmøntfod er Tilfældet med Guldet, som Følge af den egentlige Pengemængdes usvækkede Betydning indenfor Detailomsætningen eller consumers market. Men det frigør paa den anden Side Betragtningen for den Spændetrøje, som Kvantitetsteorien i dens strenge, om end moderniserede Form for mange er endt med at blive, derved at den tages i Brug overfor praktisk fore-

<sup>1)</sup> Jfr. bl. a. Læren om Samfundets Økonomi I (1924), hvor den norske Professor Aarum med fuld Tilslutning giver en kortfattet, men klar Oversigt over Kvantitetsteorien i dens moderne Form.

liggende Spørgsmaal, der falder ganske udenfor dens Forudsætninger.

Et Forhold af ikke ringe Betydning saavel for den cirkulerende Pengemængde som for Kreditanvendelsen var den 1913 indførte Omordning af det amerikanske Bankvæsen, idet Følgen heraf bl. a. blev en betydelig Formindskelse af den Kontantreserve, som Bankerne holdt tilbage til en første og umiddelbar Sikring af de indestaaende Midlers Likviditet. Et særligt Træk ved amerikansk Banklovgivning er som bekendt, at denne ikke begrænser sig til at fastsætte Dækningsregler for Sedler, men har udstrakt disse ogsaa til Deposita, men netop disse Regler mildnedes betydelig ved Loven af 1913. Ved denne Lov gennemførtes en Centralisering af Bankvæsenet, der for Depositadækningens Vedkommende havde til Følge, at de tidligere selvstændige Kassareserver nu samledes hos 12 Hovedbanker, der atter paa deres Side kun behøvede at have 35 pCt. dækket med Guld. Det betød f. Eks. overfor Deposita paa Anfordring, der udgør ca.  $\frac{3}{4}$  af samtlige deposits, at for 3 Typer af almindelige Banker ændredes den pligtige Kassa nominelt fra henholdsvis 25, 25 og 15 pCt. til henholdsvis 13, 10 og 7 pCt., medens Ændringerne reelt, som Følge af de før og efter 1913 gældende Regler om at den pligtige Kassa delvis kunde anbringes som Deposita i andre Banker, betød en Reduktion fra henholdsvis 25, 12,5 og 5 pCt. til henholdsvis 4,6, 3,5 og 2,5 pCt. Og de nye Dækningsregler blev forholdsvis hurtigt normgivende ogsaa for den fulgte Praksis, og det er i senere Aar sjældent, at nogen herhenhørende Bank holder større Kassa end paabudt. Og ganske vist gælder de givne Regler kun de til det centrale System tilsluttede ca. 9600 Banker, medens de øvrige ca. 19,000 Banker er undergivet andre Bestemmelser, fastsat i de enkelte Unionstaters Særlovgivning, men dels er Systemets Banker langt de største (tilsammen raadende over ca. 26,000 Mill. Doll. deposits mod ca. 11,000 Mill. Doll. for de øvrige Banker), og dels er Særlovgivningen efterhaanden blevet tillempet efter de for Centralsystemets Banker staaende Regler, bl. a. for ikke at byde de udenfor Systemet staaende Banker ringere Kaar i Konkurrencen, og Resultatet er ogsaa for dem blevet en væsentlig Formindskelse af Kassebeholdningen<sup>1)</sup>.

1913 udgjorde for Unionens samtlige Banker, almindelige

<sup>1)</sup> Federal Reserve Bulletin, Aarg. 1923, S. 771 og 1178.

og Hovedbanker tilsammen, Kassebeholdningen gsntl. 11,7 pCt. af de indestaaende Midler (deposits), men var 1917 gaaet ned til  $10\frac{1}{2}$  pCt. og holdt sig 1918—20 omkring  $6\frac{1}{2}$  à 7 pCt.<sup>1)</sup> for i den følgende Tid for de almindelige Banker snarest yderligere at reduceres en Kende, medens til Gengæld Hovedbankerne (Federal Reserve Banks) fra dette Tidspunkt bødede derpaa gennem en betydelig Forøgelse af deres Guld-kassa. Medens Reservebankerne saaledes 1920 kun havde noget over 40 pCt. Guld i Forhold til de udeløbende Sedler og de hos dem af Member Banks indsatte deposits sammenlagt, udgjorde deres Guld-kassa 1924 det dobbelte eller 80 pCt. saaledes at derved Landets totale Kontantreserve i dette Aar udgjorde ca. 9 pCt. af deposits eller noget lignende som i Tiden forud for den ekstraordinære Anspændelse af Kreditten i 1918—20, men stadig en Del mindre end Dækningen før Krigen og forud for Bankvæsenets Centralisering. I Virkeligheden kan den dog vel nok siges at være højere, idet en 80 pCt. Gulddækning overfor de cirkulerende Sedler maa anses for rigelig, men selv om Gulddækningen heroverfor udover eksempelvis 50 pCt. tænkes overført til deposits, bliver Dækningsprocenten i Forhold dertil dog ikke højere end før 1913. Naturligvis er dér siden da indført et centraliseret Banksystem, og Landet burde saaledes normalt kunne nøjes med en mindre Kontantreserve end forhen, om der end ikke i saa Henseende kan bygges paa den betydelige Reduktion deraf, der fandt Sted i Aarene indtil 1919, thi denne var betinget af ganske særlige Omstændigheder og kan ikke tages som Udtryk for, hvilken Kontantreserve de amerikanske Banker under mere rolige Forhold maa holde til Sikring af deres Likviditet. Men Forholdene er jo endnu langt fra normale, og det er derfor forstaaeligt nok, at man ikke har sat det som en Opgave at holde Landets Kontantreserve under, hvad den var før Krigen, men har ladet de sidste Aars Guldtilførsel bringe den op i et tilsvarende Niveau.

Den skete Indskrækning i Bankernes Kontantbeholdning betød en Udvidelse af Kreditten, ikke blot med selve det Beløb, som nu frigjordes, men væsentlig derudover.

I det hele taget besidder Check-Kredit, d. v. s. saadan Kredit, der finder Anvendelse indenfor den egentlige Forretningsverden, og hvorover der alene disponeres ved Hjælp af Checks, en ikke ringe Elasticitet. Bankerne er indenfor visse

<sup>1)</sup> Jfr. Kemmerer l. c. S. 28.

Grænser og under visse Forhold i Stand til at udvide den udover de reelle Midler, de raader over; de formaar, som man ynder at sige, at skabe Kredit, at udlaae deres egen Kredit, idet de trukne Checks indtil en vis Grad vil blive kompenseret derved, at der indløber andre Checks til Indsættelse som deposits, saaledes at Kassebeholdningen ikke angribes. Forudsætningen herfor er dog, at Udviklingen indenfor den Kreds af Banker, der er forretningsmæssig sammenknyttede, foregaar efter parallelle Linjer, og dette vil selv med en almindelig og stærk Opgangskonjunktur aldrig være Tilfældet. Det er jo trods alt ikke Bankerne, der selvstændig og umiddelbart bestemmer Kredittens Omfang, men Kunderne, og de enkelte Bankers Kundekredse vil uanset al indbyrdes Lighed dog være tilstrækkelig særprægede til, at der mellem Bankerne indbyrdes vil opstaa Udligningskrav, der før eller siden maa give sig Udslag i Overførelse af Kontanter fra nogle til andre, og om end Centralbanken naturligvis her kan træde ind som sidste Udligningssted, vil man ogsaa i saa Henseende ret hurtig støde paa en Grænse, som ikke kan overskrides. Og derudover vil Bankernes Kontantbeholdninger efterhaanden blive formindsket som Følge af, at en Del af de trukne Midler ikke vil vende tilbage, idet de vil blive fastholdt af Markedet til Besørgelse af den livligere Omsætning til de højere Priser i den Omsætningsfære, der ligger udenfor det egentlige Checkomraade, og hvor Omsætningen besørges af Kontanter (consumers market).

Men en vis Elasticitet forbliver dog, bl. a. ogsaa fordi Prisbevægelsen indenfor consumers market altid kommer bagefter Engrosmarkedet, og der derfor altid vil hengaa nogen Tid, forinden Bankernes Kassebeholdning vil blive kendelig tappet til Dækning af Markedets voksende Brug for Kontanter. Gennemgaaende overdrives den dog betydelig og undertiden fremstilles det endogsaa, som om Bankerne fuldkomment frit og efter eget Forgodtbefindende er i Stand til kunstig at skabe Checkkredit og fremkalde en Inflation i tilsvarende Forhold. Fejlen deri er dels den, at Elasticiteten understreges alt for stærkt, dels at denne i for høj Grad opfattes som umiddelbart aarsagsbestemt af Bankernes Dispositioner, medene den under almindelige Forhold snarere maa betragtes som en vis automatisk Tilpasningsevne overfor de vekslende Krav, saaledes som disse vokser ud af Konjunkturerne og Prisbevægelsen.

Nu er ganske vist Forudsætningen for, at der kan tillægges denne Sondring nogen Betydning, den, at Bankernes Stilling overfor Konjunkturerne ogsaa er af mere passiv end

aktiv Art, men dette vil ogsaa i Almindelighed være Tilfældet. Det er ikke Bankerne, der gennem deres Dispositioner sætter Konjunkturudviklingen i Gang, men derimod Forretningsverdenen. Det er her, Konjunkturmekanismens indre Drivkraft er at finde, enten den saa bærer op eller ned, medens den ledsagende Udvidelse eller Sammentrækning af Kreditten maa opfattes som et Udslag deraf. Men ikke saaledes at Udsvingene betinges af Bankkreditens Elasticitet, thi selv om man tænker sig Bankerne ganske borte og forudsætter et selvfinansierende Erhvervsliv, vilde Konjunktursvingningerne ingenlunde forsvinde, men tværtimod antage et voldsommere Forløb og uvægerlig altid ende med Krise og i Panik. Det er saaledes saa langt fra det moderne Banksystem, som er Aarsag til Konjunkturbevægelserne, som der først derigennem er blevet indføjet et Led i Forløbet, der baade i sig selv virker udlignende og desuden aabner Udsigt til yderligere Udjævning og Kontrol.

Man kan dog ikke paa dette Punkt regne med nogen fyldestgørende Indsats fra de almindelige Bankers Side; de er ikke blot i deres Kreditgivning overfor en Konjunkturudvikling væsentlig passive, men attraar heller ikke mere, alene som Følge af, at de nu engang er private, forretningsmæssig prægede og indbyrdes konkurrerende Institutter. Og deri ligger en væsentlig Vanskelighed. Thi en effektiv Konjunkturudjævning kan i Virkeligheden kun ske gennem en derpaa rettet aktiv Politik fra de umiddelbart kreditgivende Banker. Centralbankerne formaar ikke med den nuværende Bankorganisation paa egen Haand at løse Opgaven; deres Indgriben kommer altid for sent og kan saaledes højst afdæmpe Bevægelsen og hindre Krisenedslag.

Der bliver først Plads for Centralbanken, naar Udviklingen er skredet saa langt frem, at Markedets stigende Brug for Kontanter bringer de private Banker til at trække paa den; det staar da til Centralbanken at afgøre, om de Krav, der melder sig, ligger indenfor Grænsen af, hvad den bør fyldestgøre uden at belaste Markedet med en Diskontoforhøjelse, eller de netop er et Led i en saadan Konjunkturbevægelse, der maa neddæmpes. Hvis den alene retter sig efter Pengemarkedets Tilstand, vil en mulig tiltrængt Diskontoforhøjelse tilmed almindeligvis komme senere end ønskelig og mulig, hvorved Indvirkningen vil blive yderligere afsvækket, og den Vejledning, der hidindtil har foreligget til paa Grundlag af Erhvervslivets Udvikling i Almindelighed, i god Tid at erkende Bevægelsens Karakter og forudse Nødvendigheden af en Regule-

ring, har ikke været tilstrækkelig uomtvistelig til, at Centralbankernes Ledelse har følt sig stærkt opfordret til at søge en Rettesnor for deres Politik uden for Pengemarkedet, saa meget mere som de vanskelig dertil kan regne med en forstaaende, offentlig Mening, uden hvilken selv en ret suveræn Centralbankledelse ofte vil være ilde faren. En mere effektiv Løsning synes herefter at maatte søges i en stærkere Centralisering af de private Banker eller et mere intimt Samarbejde imellem dem indbyrdes, en større Indflydelse fra Centralbankens Side paa Bankernes almindelige Politik og en Udvidelse af Centralbankens Opgave i Henseende til at føre en Politik, der ikke alene knytter sig til Pengemarkedet, men til det hele Erhvervsliv.

Det er naturligvis i første Linje de førende Lande, der her kommer i Betragtning. Konjunkturudviklingen antager i moderne Tid mere og mere et internationalt Præg, og en saadan maa de smaa Lande følge, op som ned, uden at de selvstændigt formaar at udøve nogen synderlig Indflydelse derpaa. Maal for et lille Lands Diskontopolitik bliver derfor i denne Forbindelse at hindre, at den Bølge, der skyller ind udefra, yderligere piskes op gennem overdreven Kreditgivning eller usund Spekulation. Desuden vil et saadant Land bedre end de Lande, hvor de internationale Konjunkturer fødes, kunne ruste sig i Tide til at tage imod dem, men deres Udjævning maa de overlade til de førende Lande, indtil det internationale Samarbejde ogsaa paa dette Punkt har fundet sin Form.

For Kvantitetsteorien faar Kredittens Elasticitet den Betydning, at den yderligere underbygger Kritikken, thi det bliver da ikke blot som alt nævnt Checkkreddittens Omløbs-hastighed, men ogsaa selve Kredittens Omfang, der inden for visse Grænser tilpasser sig efter Konjunkturerne. Og i saa Fald bliver det endnu mere iøjnefaldende, at Kvantitetsteorien med dens Forudsætning om faste Forhold mellem Omsætningsmidlernes forskellige Elementer indbyrdes kun slaar til under stationære Konjunktur- og Prisforhold, hvilke praktisk talt aldrig findes.

Om en given Udvidelse af Kreditten i et foreliggende Tilfælde lader sig opfatte som aktivt bestemt gennem Bankernes Dispositioner, eller hvad der vil være det almindelige, disses Stilling har været af mere passiv Art, idet de alene har imødekommet det af Markedet og Konjunkturudviklingen fremvoksede Krav om flere Omsætningsmidler, er et rent praktisk Spørgsmaal, og dette samme gælder ogsaa den Elastici-

tetsgrad, som Kreditten under givne Forhold er i Besiddelse af. Denne sidste beror naturligvis paa, hvor langt Kreditten kan udvides, uden at Bankernes Kassebeholdninger nedbringes under, hvad der erfaringsmæssigt og med Hensyn taget til de foreliggende Forhold anses for forsvarligt, og dette staar ikke blot i Forbindelse med det Omfang, hvori Checks praktisk bruges, eller det Banksystem og Kompensationsapparat imellem dem, der forefindes, men afhænger ogsaa af den ydre Konjunkturudvikling. Jo bredere denne er, ikke blot indenfor det enkelte Land, men ogsaa indenfor det Kompleks af Lande, der tilsammen udgør Verdensmarkedet, desto større vil i Almindelighed Kredittens Elasticitet være, og desto hastigere Konjunktur- og Prisudviklingen foregaar, desto større Mulighed er der for, at denne en Tid lang kan underbygges og yderligere fremmes ved en Udvidelse af Kreditten, uden at Bevægelsen afgørende bremses derigennem, at der fra consumers market melder sig overordentlige Krav paa Bankernes Kassebeholdninger.

Og netop saaledes var Forholdet i Amerika navnlig i Aarene 1917—20, hvortil yderligere kom, at Markedets Brug for Kontanter under det fortsat stigende Prisniveau fyldestgjordes dels ved efterhaanden at lade det tilstrømmende Guld gaa over i Omsætningen i Form af Sedler, dels i mindre Grad gennem den alt nævnte Foringelse af Bankernes Kassebeholdninger. Derfor udeblev ogsaa den faretruende Tapning af Bankernes Kasse, der er den normale Virkning af, at en Opgangskonjunktur kun til et vist Punkt lader sig financiere med Kredit, men derefter kræver Kontanter. Bankerne tappedes vel, men dels ansaas en mindre Kasse for naturlig under Hensyn til den Centralisering, der var sket ved Bankforholdenes Ordning i 1913, og dels lod denne sig uden Vanskelighed fylde paany blot ved at gøre Brug af Landets Guldbeholdning i Overensstemmelse med de i den nye Banklov fastlagte Regler.

## II.

Perioden 1914—24 var i sit første Forløb, i hvert Fald efter dens ydre Kendetegn, en udpræget Konjunkturofgang, men særlig voldsom og af overordentlig Art; standset i Foraaret 1920, var Priserne vigende ned gennem Sommeren for fra Efteraaret at afløses af et pludseligt Skred, om end uden egentlig Krise eller Panik. Derefter følger en kortvarende Depression, glidende over i en Udvikling med Tilløb til ny Op-

gang, uden at dog Opgangskonjunkturerne har kunnet faa Luft under Vingerne, fordi det desorganiserede Europa virkede som et tyngende Blylod overfor den amerikanske Opgangstendens.

Under Opgangsperioden voksede den cirkulerende Penge-mængde med ca. 60 pCt. og Deposita eller Grundlaget for Checkkredit endogsaa til at være ca.  $2\frac{1}{2}$  Gang større end i 1914, medens Produktionens Omfang næppe steg med mere end 15 à 20 pCt. Og Resultatet, hvorledes saa end Aarsagsforholdet er at opfatte, blev et fortsat opadgaaende Prisniveau, indtil dette i Maj 1920 kulminerede med at være ca.  $2\frac{1}{2}$  Gang højere end oprindelig. En summarisk Karakteristik kommer dog heroverfor tilkort, hvad enten man saa vil støtte sig til den Lære, der rummes i Kvantitetsteorien, eller gøre Brug af det saa hyppigt anvendte, men til Tider saa misbrugte Begreb Inflation.

Kvantitetsteorien er nu engang i sin uangribelige Formulering (Omsætningsligningen) en ren statisk Teori, lærer kun, at der mellem Omsætningen, Omsætningsmidlernes forskellige Elementer og Prisniveauet maa herske en vis Ligevægtstilstand, der vel kan forstyrres, men altid tenderer imod Genoprettelse, men er praktisk ufyldstgørende overfor en Konjunkturudvikling. Den kan herunder i hvert Fald kun anvendes som Rette-snor ved en første, oversigtsmæssig Orientering, i Henseende til hvorledes Elementerne indenfor Omsætningsligningen faktisk har ændret sig, men byder ingen virkelig Aarsagsforklaring, og dertil kommer yderligere, at der er endnu et Stykke Vej, forinden Kvantitetsteorien lader sig bruge som praktisk haandterligt Orienteringsmiddel. Ganske vist er man netop i Amerika naaet et Skridt frem ved de Undersøgelser, som i nyeste Tid er foretaget der til Bestemmelse af Pengenes og Kredittens Om-løbshastighed til forskellige Tider og under forskellige Forhold, men der er langt igen, navnlig fordi det utvivlsomt vil vise sig nødvendigt at spalte Undersøgelserne, ikke blive staaende ved Markedet i al Almindelighed, men rette dem mod dettes forskellige Lag. Under en Ligevægtstilstand bestaar der vel nok imellem disse indbyrdes et bestemt Forhold, men en Konjunkturudvikling forløber indenfor dem langt fra parallelt. Skal derfor en Orientering ud fra den Synsmaade, der rummes i Kvantitetsteorien, herunder faa mere umiddelbar praktisk Betydning, maa der være Mulighed for at erstatte Omsætningsligningens Symboler med talmæssige Udtryk for samtlige de mere betydende Omsætningsfæser, der under en Konjunkturudvikling opviser en typisk forskellig Bevægelse, i første Linje henholdsvis det almindelige Vare-Engrosmarked og Forbrugs- eller Detailmar-



kedet. Men hertil kræves omfattende og langvarige Undersøgelser, som knapt nok endnu er paabegyndt. Og muligt er det desuden, at Resultaterne deraf ikke vil fyldestgøre Forventningerne, men at andre Synsmaader, der er mere i Slægt med „Forandring“ og „Udvikling“ vil vise sig mere frugtbare og derfor danne Udgangspunkt for andre teoretiske Formuleringer.

Begrebet Inflation er derimod af dynamisk Art og er født af Ønsket om at naa udover en Beskrivelse frem til en Aarsagsforklaring, og dette Begreb er saaledes som analytisk Redskab i væsentlig bedre Overensstemmelse med de Forhold, der i denne Sammenhæng er til Undersøgelse, men den Brug, der gøres deraf, er i saare mange Tilfælde diletantisk. Det giver tilsyneladende en enkel Løsning af Spørgsmaal, der i sig selv er uhyre sammensatte og betingede af en Række forskellige, nærmere og fjærnere Omstændigheder, og betyder en hurtig og bekvem Genvej til den Forstaaelse, der, naar man er stillet overfor selve de praktiske Foreteelser, synes saa svær at naa. Glæden derover, parret med Ønsket om at udnytte de vundne Resultater til Kritik af og Vejledning i Dagens Spørgsmaal, har alt for ofte ført til forkastede og ensidige Paastande, der har været til Hinder for at naa frem til virkelig Indsigt. Man har gennemgaaende ikke med fornøden Skarphed analyseret de Forhold, der tilsyneladende lod sig karakterisere som Inflation, og derfor ikke med tilstrækkelig Klarhed sondret mellem de typisk forskellige Former, der findes. Og dette har bl. a. medført, at man almindeligvis har overset, at Eksistensen af en Inflation ikke i sig selv afgør Aarsagssammenhængen, men at Spørgsmaalet herom ogsaa i saa Fald staar tilbage, krævende en selvstændig Undersøgelse, eftersom en løbende Inflation ingenlunde altid lader sig opfatte som Aarsag til den indtraadte Vareprisstigning, men ogsaa under visse Forhold kan være af passiv Art<sup>1)</sup>.

Man bør under disse Forhold, naar det drejer sig om en Vurdering af de konjunkturmæssige eller mere rent valutaprægede Prisbevægelser, som det sidste Tiaar opviser i saa rigt Maal, være varsom med at gøre Brug af Kvantitetsteoriens Lærdomme eller med at drage Slutninger fra den gængse Opfattelse af Inflationens Virkninger og Virkemaade. Kvantitetsteorien er i Virkeligheden i sit Princip fremmed for det Materiale, der er til Iagttagelse, og den Vejledning, der faktisk rummes deri,

<sup>1)</sup> Jfr. min Artikel, Inflation, Vekselkurser og Prisniveau, i dette Tidsskrift, Aargang 1924.

lader sig desuden kun saaledes praktisk omskrive, at den kan bruges til en grov, oversigtsmæssig Orientering, og Læren om Inflationens Art og Virkemaade under forskellige Forhold er ikke tilstrækkelig fast udformet, til at man uden vaagen Kritik bør give sig dens Terminologi i Vold. Vil man derfor undgaa Faren for Ensidighed eller Fejltolkninger, vil man, naar det gælder om at udrede Aarsagsforholdet, gøre bedst i at vælge selve Prisudviklingen, dens Art, Styrke og Forløb som Udgangspunkt, fordi her vil Nedslaget af de forskellige, muligt virkende Aarsager lettest kunne efterspores og bestemmes. Og dette gælder, hvad enten det drejer sig om en mere normal eller af særlige Forhold betinget Konjunkturudvikling, født i Landet selv eller kommende udefra, eller Prisudviklingen er mere direkte fremkaldt af en Forøgelse af Omsætningsmidlerne, Guld eller Kredit, eller denne atter snarere er en naturlig Refleks af, at den nationale Valuta har forskudt sig i Forhold til andre Landes Valutaer, uden at denne Forskydning har kunnet hindres eller genoprettes. I alle disse Tilfælde vil den indre Sammenhæng sikrest og klarest kunne erkendes ved at følge Prisudviklingens Forløb og sidestille eller sammenligne den med tilsvarende eller samhørende Forskydninger.

For Amerikas Vedkommende forenkles hele dette Forhold vel nok væsentlig derigennem, at Guldmøntfoden praktisk taget ikke er blevet fraveget, men uanset dette har Prisudviklingens Forløb og de derunder virkende Kræfter været af typisk forskellig Art. For Prisstigningsperioden indtil 1920 lader der sig saaledes opstille 3 paa hinanden følgende Tidsafsnit med typisk afvigende Karakterpræg: 1) Tiden indtil Amerikas Indtræden i Verdenskrigen, 2) Perioden fra dette Tidspunkt indtil Vaabenstilstanden og 3) Tiden derefter. I det følgende vil der blive forsøgt givet en Karakteristik af den skete Udvikling, der dog kun kan blive kortfattet og oversigtsmæssig.

Varepriserne var i Amerika faldende fra 1912 indtil Midten af 1914. Efter Verdenskrigens Udbrud steg rent øjeblikkeligt visse Priser som for Sukker og Korn, men iøvrigt herskede paa det amerikanske Marked fortsat Depression med vanskelige Afsætningsforhold og stigende Arbejdsløshed, og dette sidste prægede Prisudviklingen, saaledes at Varepriserne holdt sig nogenlunde uforandret indtil sidst paa Aaret 1915, hvorefter først den europæiske Vareefterspørgsel slog afgørende igennem med stigende Forretningsaktivitet og almindelig Prisstigning i Følge,

indtil denne sidste med Amerikas Indtræden i Krigen var naaet op paa ca. 50 pCt<sup>1</sup>). I adskillige Henseender opviste Bevægelsen lignende Karaktertræk som en almindelig Konjunkturudvikling, men afveg bl. a. derfra derved, at Fødevarer laa i Spidsen, og at Prisstigningen indenfor Industrien forplantede sig fra færdige Produkter til Raavarerne, medens det modsatte er det normale. Dette giver Perioden det særlige Præg af en Opgangskonjunktur, kommende udefra eller direkte fremkaldt af det krigende Europas ekstraordinære Vareefterspørgsel og underbygget med en Guldtilførsel, der uden Vanskelighed tillod Finansieringen af det voksende Forretningsliv til stedse stigende Priser. Denne sidste dannede Basis for en Udvidelse af Checkkreditten paa ca. 40 pCt. og en Forøgelse af Pengecirkulationen paa 15 à 20 pCt., uden i nogen Henseende at kunne betegnes som en Anspændelse; tværtimod var Gulddækningen eller Guldbeholdningen i Forhold til Pengecirkulationen alene eller denne i Forbindelse med Checkkreditten i Løbet af denne Periode fortsat stigende, saa nogen egentlig Inflation var der slet ikke Tale om. Bankernes Kasser svulmede, og Renten var abnormt lav. En almindelig Opgangskonjunktur vil sædvanligvis om ikke paa anden Vis tilsidst blive bremset gennem en stigende Diskonto eller, hvad der i Virkeligheden er det afgørende, derigennem, at Bankerne tømmes, men Guldtilførslen hindrede denne Virknings Indtræden.

Med Amerikas Indtræden i Verdenskrigen ændredes de Omstændigheder, der var afgørende for Prisudviklingen, paa afgørende Punkter. Eksportmængden formindskedes betydeligt, navnlig til Landene udenfor Europa, men denne aftagende Efterspørgsel udefra opvejedes rigeligt af den amerikanske Regerings enorme Opkøb af Krigsfornødenheder af enhver Art. Og overfor denne fortsat stigende Totalefterspørgsel viste den amerikanske Produktion kun en svag Stigning, saaledes at altsaa den relative Vareknaphed, der allerede forud tydelig havde givet sig til Kende, yderligere gjorde sig mærkbar. Resultatet blev en fortsat Prisstigning, i alt væsentlig underbygget ikke som tidligere af Guldtilførsel udefra, men af en indenlands skabt, mere eller mindre kunstig frembragt Købekraft.

Prisstigningen var ganske overordentlig stærk i første Halvdel af 1917 og udgjorde fra Februar, da Forholdet overfor

<sup>1</sup>) Jfr. for Perioden indtil 1919 bl. a. Mitchell: Prices and Reconstruction i The American Economic Review, 1920.

Tyskland strammedes faretruende, indtil Juli ca. 25 pCt. Denne voldsomme Opgang var spekulativt præget og maa delvis opfattes som en Foruddiskontering af Virkningerne af Amerikas Indtræden i Krigen. Prisstigningen genoptoges vel i 1918, men betydelig svagere. Væsentlig medvirkende hertil var en effektiv og skarp, officiel Prisregulering, der satte ind midt i 1917 og indtil midt i 1918 paa en Række Omraader holdt Priserne fast eller endogsaa reducerede dem; fra dette Tidspunkt slap-pedes Taget i Priserne, og Stigningen begyndte igen. Prisudviklingen skiftede ogsaa i ikke ringe Grad Karakter. Medens den i den forudgaaende Periode alene var betinget af Europas Efterspørgsel, og Prisstigningen saaledes forplantede sig fra de amerikanske Eksportgrene til det øvrige amerikanske Erhvervs-liv, paavirkedes nu det indenlandske Marked foruden af denne Tendens, der naturligvis fortsat vedvarede, mere umiddelbart og under en bredere Front. Prisstigningen for industrielle Raa-varer, der først i Løbet af 1916 var naaet op i Højde med Stigningen for færdige Varer, løb i 1917 forud derfor, for i 1918 efterhaanden atter at sakke bag ud. Udviklingen bar i det hele taget mere Præget af en almindelig, omend særlig voldsom Konjunkturopgang, fra Midten af 1917 delvis brudt eller i hvert Fald stærkt hæmmet gennem Prisreguleringen. Ogsaa Arbejdslønningerne, der havde holdt sig forholdsvis ufor-andrede indtil ind i 1917, steg nu stærkt, saaledes at den re-elle Løn, der siden 1914 havde været fortsat faldende, i 1918 paa ny gik frem.

Men hele denne Udvikling havde ikke saaledes som i de forudgaaende Aar Guldtilstrømningen som Grundlag. Guldtil-førslen svandt efterhaanden ind som Følge af de kolossale For-strækninger, som Amerika ydede sine europæiske Allierede, men i Stedet udnyttedes stedse mere intensivt Landets svagt voksende Guldbeholdning, dels gennem Udvidelse af den udæk-kede Seddelcirkulation dels ved at lade Kreditbygningen gro højere og højere. De givne Regler om Størrelsen af Bankernes Kontantbeholdninger lempedes, og disse sidste reduceredes be-tydeligt. Desuden droges Guldet i Omsætningen ind i Central-bankerne, navnlig derved at de fuldt gulddækkede Guldcertifi-kater ombyttedes med Banksedler, og det blev derigennem mu-ligt gennem 1917—18 at udvide Pengecirkulationen med ca. 1200 Mill. Doll., medens Landets Guldbeholdning samtidig kun voksede med ca. 170 Mill. Doll. Ved Udgangen af 1916 dæk-kede Landets Guldbeholdning 74 pCt. af den samlede Penge-cirkulation, men ved Udgangen af 1918 kun 60 pCt. Og sam-

tidig steg hastigt, jævnløbende med Prisstigningen og afsat af de voksende Muligheder for Indtjening af Konjunkturgevinst, de hos Bankerne indestaaende Midler og dermed disses Kreditgivning, eller denne sidstes Vækst mere umiddelbart fremkaldtes gennem den Elasticitet, som er særegen for Checkkredit, og som navnlig giver sig Udslag under en almindelig og stærk Opgangskonjunktur. Bankernes liberale Kreditgivning, ikke mindst deres ubegrænsede Belaaning af de af Staten til Krigsførelsens Financiering udstedte liberty bonds, bragte Bankbalancerne til at svulme og bød saaledes al fornøden Grundlag for en fortsat Prisstigning. Den i en vis Forstand delvis kunstige Vækst i de hos Bankerne indestaaende Midler hæmmedes ikke, fordi Pengecirkulationen samtidig voksede tilstrækkelig til at underbygge Prisstigningen helt ud til Forbrugerne, uden at Bankernes Kassebeholdninger behøvede at tappes. Der var med andre Ord tilstrækkelige Udlaansmidler, og om end Laanemarkedet efterhaanden strammedes noget, og Rentefoden f. Eks. i 1918 gsnth. var henimod dobbelt saa høj som i 1916, betød dette praktisk taget intet i Forhold til den almindelige Forretningsprofit og virkede saaledes i ingen Henseende bremsende ind paa Udviklingens Gang.

Denne bar i al Almindelighed Præget af en umiskendelig Inflation, fremkaldt af Bankernes vidtgaaende Financiering af Statens Laanebehov og Erhvervslivet, og underbygget gennem en intensiv Udnyttelse af Landets Guldbeholdning. Nogen anden Mulighed for Financieringen af Amerikas Deltagelse i Verdenskrigen forelaa heller næppe. Den valgte Vej var i hvert Fald den lettest fremkommelige, og trods de enorme Krav, der stilledes finansielt og pengemæssigt, viste den forud opsamlende Guldbeholdning sig at danne en tilstrækkelig bred Basis for Kravenes Fyldestgørelse, uden at Guldmøntfoden, saaledes som Tilfældet var i andre Lande, sprængtes. Da Vaabenstilstanden endte Verdenskrigen Nov. 1918, var Landets Betalingsmiddelreserver tilmed langt fra udtømt, og der vilde saaledes ikke have været noget til Hinder for at bære en endnu stærkere Prisstigning oppe end den faktisk indtraadte. Der forelaa med andre Ord ikke indenfor den af Bankerne fulgte Penge- og Kreditpolitik noget, der virkede som en Begrænsning overfor Vareprisstigningen eller som en Hæmning deraf, og naar den ikke gik i Skyerne, hvad de reelle Udbuds- og Efterspørgselsforhold bød Mulighed for, skyldtes dette uden Tvivl i første Linje den officielle Prisregulering.

Med Vaabenstilstandens Indtræden opstod en helt ny Situation. Al Efterspørgsel efter egentlige Krigsfornødenheder ophørte straks, og det blev nu Opgaven at omlægge Produktionen med det almindelige Marked for Øje. Der herskede med Hensyn til den fremtidige Prisudvikling gennemgaaende adskillig Usikkerhed, men Bortfaldet af det overordentlige Krigsbehov underbyggede dog nærmest Forventningen om Prisfald, og denne blev ogsaa straks udslaggivende. Priserne faldt indtil Febr.—Marts, men dermed standsede Nedgangen for indtil Juni at afløses af en svag Opgang, og fra dette Tidspunkt slog en ny, meget stærk Prisstigning igennem (indtil Maj 1920: 25 pCt.).

Det Prisfald, som var udløst af den almindelige Forventning herom, mødtes nemlig hurtigt af en modsat Tendens, fremkaldt bl. a. af Prisreguleringens fuldstændige Ophør. Det havde ganske vist været Hensigten at gøre Prisreguleringen til et Element i den valgte Overgangspolitik, men de modstridende Interesser var for stærke. Og Følgen heraf blev, at alle de Priser, der var kunstigt holdt nede, nu steg, og denne Tendens vandt efterhaanden Overhaand. Thi de reelle Udbuds- og Efterspørgselsforhold paa Varemarkedet begrundede ikke i sig selv et almindeligt Prisfald. Den nationale Produktion var i 1919 aftagende bl. a. som Følge af de med dens Reorganisering forbundne Vanskeligheder, og ganske vist ophørte den overordentlige Efterspørgsel efter egentlige Krigsfornødenheder, men Statens Varebehov lod sig kun efterhaanden afvikle. Endnu de første 3 å 4 Maaneder efter Vaabenstilstanden holdt de offentlige Udgifter sig paa samme Højde som under Krigen, og i Foraaret 1920 var de vel reducerede til kun at udgøre  $\frac{1}{3}$  heraf, men derte var dog vedblivende 6 å 7 Gange mere end før Amerikas Indtræden i Krigen. Desuden var den private Efterspørgsel paa Hjemmemarkedet voksende, medens Eksporten var i ny Opgang.

Det personlige Forbrug var under Krigen i Amerika som andetsteds blevet holdt nede dels ved positive Bestemmelser dels gennem et moralsk Tryk, nu fjernedes alle saadanne Hindringer. Arbejderne viste sig stærke nok til at modsætte sig de Forsøg, der efter Vaabenstilstanden blev gjort paa at reducere Lønningerne, og hævdede deres Købeevne. Og endelig var de tilbagevendende 4 å 5 Mil. Krigsfolk vel beslaede, og de „nye Rige“, hvoraf der ogsaa i Amerika var Overflod, var kun alt for opsatte paa at give deres let tjente Penge ud. Den afgørende Løftestang for den almindelige Prisbølge blev dog den overordentlig stærke Stigning i Eksporten til det varehung-

rende Europa (Levnedsmidler til det sultende Mellemeuropa; alle Slags Forbrugsvarer og færdige Produkter til Fyldestgørelse af det saalænge tilbagestængte almindelige Forbrug; mægtige, delvis spekulative Opkøb, navnlig fra de tidligere neutrale Lande). Merudførslen til Europa var i 1919 i Varer over  $\frac{1}{4}$  og i Værdi  $\frac{1}{3}$  større end det foregaaende Aar og holdt sig paa nogenlunde samme høje Niveau endnu de tre første Maaneder af 1920. Konkurrencen paa det amerikanske Marked føltes stadig stærkere, til Trods for at Produktionen dreves frem til dens mulige Grænse, og Priserne steg i Spring (midt i 1919, ved Aarets Udgang og sidste Gang April 1920).

Thi Prisstigningen mødte ingen Modstand i Manglen paa Omsætningsmidler. Ganske vist Guldtilførslen udefra, der allerede i 1918 var sunket til en Ubetydelighed, vendte sig i 1919 til det modsatte. Europa formaaede ikke at betale den store Vareimport fra Amerika. Indtil henimod Midten af 1919 afbalanceredes Europas herhenhørende Betalingsforpligtigelser derved, at Amerika ogsaa efter Krigen fortsatte med at forstrække sine tidligere Allierede med betydelige Laan, og efter at dette var ophørt, leveredes Varerne paa Kredit, for en væsentlig Del under den Form at de engelske Banker traadte ind som hæftende paa Europas Vegne overfor Amerika<sup>1</sup>). Medens Amerika saaledes ikke kunde trække paa sin meget gunstige Betalingsbalance overfor Europa, maatte det selv dække sin ugunstige Betalingsbalance overfor andre Lande, og dette skete i alt væsentlig, efterat Guldeksportforbudet var hævet i Juni, med Guld. Landets Guldbeholdning formindskedes derfor i 1919 for første Gang siden Verdenskrigens Udbrud og tilmed med et ikke saa helt ringe Beløb (ca. 160 Mill. Doll.), og dette fortsattes ind i 1920. Til Fyldestgørelse af Markedets voksende Brug for Omsætningsmidler var man saaledes ligesom under Krigen henvist til en stærkere Udnyttelse af den forhaandenværende Guldbeholdning, men i saa Henseende forelaa der jo ogsaa, som allerede nævnt, endnu ved Krigens Slutning en ikke saa helt lille, ubrugt Reserve. Til Trods for at Landets Guldbeholdning var faldende, var man i Stand til fortsat at udvide Pengecirkulationen til Dækning af Markedets stigende Behov, og dermed var der atter skabt Mulighed for at bygge endnu et Par Etager paa den allerede højt optaarne Kreditbygning. Og

<sup>1</sup>) I Tiden fra Udgangen af 1918 til September 1920 regner B. M. Anderson (The Chase Economic Bulletin Nr. 1), at Europa stiftede en løs Gæld til Amerika paa ca. 3300 Mill. Doll.

denne voksede hastigt. Bankdeposita som Grundlag for Trækning af Checks og samhørende dermed Bankernes Kreditgivning steg stærkere end nogensinde, fra Udgangen af 1918 til Foraaret 1920 med ca. 6 Milliarder Doll. eller ca. 25 pCt., til Trods for at Bankernes Belaaning af Statsobligationer o. l. samtidig reduceredes med ca. 2½ Milliard, og den Finansieringsreserve, som Landet havde siddet inde med ved Krigens Slutning i Form af uudnyttet Guld, svandt efterhaanden betænkeligt ind. I Forhold til Pengecirkulationen var den totale Guldbeholdning i Foraaret 1920 sunket til 52 pCt. mod 60 pCt. ved Udgangen af 1918, og Federal Reserve Bankernes Kontantreserve overfor udstedte Sedler og Depositaforpligtelser (lovpligtigt Minimum henholdsvis 40 og 35 pCt.), der ved Udgangen af 1918 udgjorde 52 pCt., var i Løbet af 1919 sunket til 46 pCt. for yderligere at falde til 42 pCt. i Maj 1920.

Denne Bankernes ubegrænsede Finansiering af det amerikanske Erhvervsliv, derunder ogsaa den amerikanske Eksport til Evropa, virkede som alt nævnt gennem 1919 ganske uden Hindringer. Pengecirkulationen tilpassedes uden Vanskelighed til Behovet, uden at Bankernes Kassebeholdninger bragtes ned under det som fornødent ansete Minimum, og der raadedes vedblivende over rigelige Udlaansmidler, der yderligere efter Behov lod sig supplere gennem Rediskontering hos Reservebankerne. Ganske vist strammedes Pengemarkedet noget henimod Slutningen af Aaret, men Rentefoden naaede dog først i Maj 1920 op over 7 pCt., og saalænge Konjunkturudviklingen og Prisopgangen fortsattes i samme ilsomme Tempo, bar det amerikanske Forretningsliv de saaledes stegne Renteomkostninger uden Besvær. Udviklingen blev da ogsaa i sidste Halvdel af 1919 mere og mere spekulativt præget. Der spekuleredes saavel i Jord som i Varer og Børseffekter, og Prisudviklingens karakteristiske, springvise Forløb maa for en stor Del tilskrives Spekulationens successive Indgriben. En Advarsel imod at støtte Spekulationen, som Federal Reserve Board udsendte i Juli, var uden Virkning, og først i Novbr.—Decbr. reguleredes den officielle Diskonto opefter. Endskønt Forhøjelsen var meget beskeden, og den officielle Rate vedblivende var mere end 1 pCt. under Renten i det aabne Marked, fulgtes den dog af et pludseligt Fald paa Børsen i New York, men dette lader sig vanskelig opfatte som et umiddelbart Resultat af Forhøjelsen, men var mere fremkaldt af en af New York Bankerne samtidig foretaget Indskrænkning af deres Børs-



laan, og Virkningen var kun forbigaaende. Iøvrigt fortsattes Udviklingen med et nyt Spring opad for Priserne i Januar 1920 og atter i April.

Den her nævnte Periode betegner forsaavidt i sit første Forløb en umiddelbar Fortsættelse af Krigstidens Inflation, dikteret af Hensynet til Statens finansielle Behov, hvorved de Prisfaldstendenser, som straks ved Krigens Ophør meldte sig, hæmmedes, men den bevarede ikke denne Karakter, men antog siden Midten af 1919 Præg af en hektisk Opgangskonjunktur, født af et stærkt følt Misforhold mellem Udbud og Efterspørgsel paa Varemarkedet og fremhjulpet af en ubegrænset Kreditgivning. Og dette Misforhold skyldtes vel nok for en ikke ringe Del et forøget Hjemmeforbrug, men dog navnlig Europas stærke Varehunger. Paa dette Punkt var der altsaa Lighed med Perioden forud for Amerikas Indtræden i Krigen, men der var den Forskel, at Europa da raadede over tilstrækkelige Kontanter, medens der nu var Tale om en kæmpemæssig Kreditoperation, finansieret ogsaa fra Amerikas Side med Kredit. Og dette indeholdt atter Muligheden for en voldsom Afbrydelse, idet den drivende Efterspørgsel udefra delvis var kunstig skabt, og den fremkaldte Prisudvikling i Landet selv bares oppe af en saa stærk og stigende Anspændelse af Krediten, at en Reaktion, som Udviklingen fra første Færd indear Spirer til, vanskelig kunde undgaa at blive af overordentlig Natur.

Det er nu her et Spørgsmaal, om ikke en stærkere Politik fra Reservebankernes Side vilde have været i Stand til i hvert Fald at skære en bred Top af Konjunkturbølgen og saaledes ogsaa udjævne det paafølgende voldsomme Nedslag. I Virkeligheden skete der i 1919 intet, bortset fra Diskontoreguleringen i Slutningen af Aaret. Den officielle Diskonto var gennem hele 1919 væsentlig under Renten i det aabne Marked, og Markedet var saaledes faktisk ganske overladt til sig selv.

Denne Holdning skyldtes i første Linje Hensynet til Statens Tarv. For en stor Del var Amerikas Deltagelse i Krigen blevet finansieret gennem Bankernes Belaaning af Statspapirer til lav Rente, og denne Politik, der i hvert Fald ikke straks ved Krigens Ophør lod sig afvikle, fortsattes ned gennem 1919, saaledes at Reservebankernes Rediskonteringsvirksomhed fortrinsvis omfattede denne Art af Papirer. Utvivlsomt vilde et hurtigere Ophør af den fulgte Finanspolitik og den centrale

Bankledelses Afhængighed deraf have været ønskelig, men en selvstændig Frigørelse derfor fra Bankledelsens Side vilde vanskelig være blevet taalt. I hvert Fald gælder dette utvivlsomt første Halvdel af 1919, og naar derfor en officiel Komité, der senere har underkastet Udviklingen i 1919—20 en nøje Undersøgelse, har fastslaaet, at den officielle Diskonto burde have været forhøjet i Foraaret 1919, rammer den deri indeholdte Kritik mere Statens Finanspolitik end Bankledelsen. Guvernøren for New Yorks Reservebank har da ogsaa i samme Forbindelse begrænset sig til at erklære, at en Forhøjelse af Diskontoen vilde have været ønskelig i Januar—Marts 1919, hvis Forholdene havde tilladt det.

Udpegningen af et saa tidligt Tidspunkt for den ønskelige Diskontoforhøjelse skyldes den Opfattelse, at siden hen, da Opgangen var i fuld Udvikling, vilde denne næppe have været til at standse, men selv om dette kan være rigtigt nok i Betragtning af Konjunkturbevægelsens Styrke og Arten af de dybere set bevægende Kræfter, hjælper det ej heller til at bringe Tingene paa Plads at hensætte den ønskede Forhøjelse til et Tidspunkt, hvor Hensynet til Staten var alt andet overvejende, eller hvor Opgangskonjunkturen endnu ikke klart kunde erkendes. Denne var for det første ikke uomtvistelig før efter Midten af Aaret, og desuden kunde det vel heller næppe forlanges, at en reelt begrundet Opgang, bundende bl. a. i overordentlig gunstige Eksportvilkaar, straks skulde krydses af drastiske Diskontoforhøjelser, tilmed da der vedblivende raadedes over en ret stor Finansieringsreserve. Det maa synes ret usandsynligt, at den amerikanske Forretningsverden vilde have fundet et saadant Skridt vel begrundet<sup>1)</sup>.

<sup>1)</sup> Erindres maa det jo ogsaa, at Federal Reserve Board som Leder af Landets Kreditpolitik aldrig som et Maal for denne har anerkendt Stabilisering af Priserne eller Udjævning af Konjunkturerne, hvilket ogsaa er i Overensstemmelse med, at en saadan Bestemmelse, der oprindelig var optaget i Forslaget til Federal Reserve Act, senere blev strøget, fordi den mentes saavel i sig selv uhensigtsmæssig som liggende over Systemets Evne. Programmet lader sig bedre udtrykke mere negativt som en Stræben imod Stabilisering af det hele Erhvervsliv, og positivt som en Befordring af dettes Udvikling, alt ud fra den Erkendelse, at den økonomiske Udvikling nu engang i moderne Tid foregaar under en Bølgebevægelse, overfor hvilken man indtil videre maa være tilfreds med at bortskære Udvæksterne eller afdæmpe Udsvingene. Naturligvis foreligger der ikke fra Federal Reserve Boards Side paa dette Punkt nogen egentlig Programmerklæring, men de afgivne, vejledende og begrundende Udtalelser maa dog skønnes tilstrækkelige som Grundlag, og omend Sigtemaalet oprindelig kan have været ret usikkert, og Kursen i det hele taget ikke har været uden Slingring, synes Op-

Siden Juli kunde der derimod ikke længere herske nogen Tvivl om, at en stærk Opgang var i fuld Udvikling. Priserne steg stærkt og kaldte Spekulationen frem, og ved Siden heraf begyndte Guldudstrømningen, hvilket i Forbindelse med voksende Rediskonteringskrav særlig hen paa Efteraaret truede med fortsat Forringelse af Reservebankernes Kontantreserve.

Naar der uanset dette intet Forsøg blev gjort paa at bremse Udviklingen, var det vedblivende Hensynet til Statens uhindrede Finansiering, der var mest afgørende, og det samme Hensyn var ligeledes Grunden til, at den opadgaaende Regulering af Diskontoen i Nov.—Dec. holdtes indenfor en saa snæver Ramme; man vilde ikke vanskeliggøre den ved Aarsskiftet forestaaende Konsolidering af den sidste betydelige Rest af den flydende Statsgæld. At veje dette Forholds Betydning er naturligvis ikke saa let, ej heller at afgøre, hvilket politisk Pres Bankledelsen mulig kan have været udsat for, men uanset dette, burde uden Tvivl Banksystemets normale Opgave, at stabilisere og skærme Erhvervslevet have staaet i første Linje, og Løsningen deraf krævede alle Midler taget i Brug, egnede til at standse eller hæmme den løbende Udvikling, der var i Færd med at antage Karakter af en med Kredit finansieret, omfattende Varespekulation, dømt til at mislykkes og truende med Sammenbrud, hvis Forventningen om en forholdsvis hurtig Genrejsning af Europas Økonomi ikke skete Fyldest, og dets Betalings-evne svigtede.

Om en selv forholdsvis betydelig Diskontoforhøjelse vilde

---

gaven alt fra første Færd at have ligget nogenlunde fast. Det, der særtæner det her angivne Maal, er dets udogmatiske Karakter. Det er ikke indsnævret til den overleverede, mere formelle Opgave at hævde Sedlernes Guldindløselighed, ej heller blevet staaende ved den i moderne Tid mere gængse Formulering: Prisernes Stabilisering, men er opfattet bredt, gjort saa omfattende, at der kan blive Plads for ethvert vejende Hensyn. Og derudaf aander paa den anden Side en ikke helt uberettiget Skepsis overfor den mere eller mindre dogmatiske Vejledning, som fra den økonomiske Videnskabs Side ofte er blevet givet, hvoraf atter følger, at Kreditpolitikken vedblivende mere opfattes som en „Kunst“ end som anvendt Videnskab. Dermed skal dog ingenlunde være sagt, at man i Amerika stiller sig uvillig eller uforstaaende overfor den Hjælp, som Videnskaben kan yde. Tværtimod findes der næppe noget Land, hvor man saa metodisk søger at underbygge Kreditpolitikken med omfattende Iagttagelser og en videnskabelig Bearbejdelse deraf. Og netop derigennem tør man regne med en voksende Rationalisering af Kreditpolitikken og en stigende Erkendelse af dens Virkemaade, Rækkevidde og Forudsætningerne for dens Effektivitet; jfr. bl. a. Hawtrey: *The Report of the Federal Reserve Board* (*Economic Journal*, 1924) og Davidson: *Riksbanken och penningens värde under kristiden* (*Ekonomisk Tidsskrift*, 1925).

have nyttet stort, efterat Opsvinget først var brudt afgørende igennem, er blevet ret almindelig betvivlet, men selv om ogsaa en saadan ikke i Almindelighed vilde have vejet meget overfor de Konjunkturførtjenester, som Prisstigningen betød, vilde en restriktiv Kreditpolitik i hvert Fald have virket som et Varsko overfor Spekulationen, og var den blevet indledet senest tidlig paa Efteraaret og underbygget med en saadan Kreditindskrænkning, som senere toges i Brug, vilde den dog vel have kunnet skære den øverste Top af Konjunkturbølgen. Nu skete det ikke. Kuisen ændredes for sent, og de Diskontoforhøjelser, der skete i 1920 (i Januar fra  $4\frac{3}{4}$  til 6 pCt. og i Juni til 7 pCt.) forblev praktisk taget ret virkningsløse. Udviklingen gik sin Gang og standsede ikke som Følge af den ændrede Kreditpolitik, men fordi den havde løbet Linen ud. Den indre Drivkraft afsvækkedes efterhaanden. Modtendenserne arbejdede sig frem, og da dertil kom, at en Hovedpille for den rejste Bygning, nemlig Forventningen om en hurtig Genrejsning af Europas Økonomi svigtede, styrtede den sammen.

Den amerikanske Produktion, der som Følge af den efter Krigens Slutning nødvendige Omlægning og Tilpasning til Freds-Efterspørgsel i 1919 havde været aftagende, voksede i Slutningen af dette Aar og i Begyndelsen af 1920 overordentlig stærkt og udvidedes efterhaanden indtil den yderste Ydeevne. Udviklingen var dog langt fra harmonisk eller tilpas forholdsmæssig. Den under en Opgangskonjunktur sædvanligvis afsatte Mangel paa Ligevægt imellem de forskellige Erhvervsomraader gjorde sig tværtimod i udpræget Grad gældende som Følge af de særlig stærke Efterspørgselsforskydninger, og disse indre Uoverensstemmelser voksede efterhaanden. Visse Udsnit kunde ikke vinde med, men led under den fortsatte Stigning i Produktionsomkostningerne, og i Tidens Løb maatte stadig flere dele denne Skæbne. Priserne paa rent indenlandske Raavarer og Kul steg hastigt. Arbejdsintensiteten aftog og Driftsledelsens Omhu i Henseende til at gennemføre en økonomisk Drift ligesaa. Desuden førte de sig stadig ophobende Ordre ind paa en uøkonomisk Drift, en intensiv, men kostbar Udnyttelse af de bestaaende Anlæg, hastigt foretagne og alt for dyre Udvidelser, Anvendelse af utilsvarende Anlæg og daarligt Materiel. Trods den fortsatte Stigning i Priserne for de færdige Varer, indsnævredes Fortjenestemarginen efterhaanden for stadig flere, og Tidspunktet for Omslaget nærmede sig. Ogsaa Renteomkostningernes Stigning virkede i samme Retning, hvad enten nu denne var frem-

kaldt af Forholdene i det aabne Marked eller paavirket af Reservebankernes Forhøjelser af Rediskonterings-satsen, men dette var naturligvis kun et enkelt Element blandt mange. Hele Udviklingen bar forsaavidt Præg af en almindelig Opgangskonjunktur og rummede de samme Elementer, som altid før eller senere bringer en saadan til Ophør, og der syntes ogsaa at foreligge al Mulighed for, at Vendingen kunde ske uden voldsomt Nedslag, thi endnu i Foraaret 1920, da Toppen rundedes, raadede Reservebankerne vedblivende over Midler, der kunde synes tilstrækkelige til at bære Erhvervslivet over Overgangsvanskelighederne.

Men det var ikke blot en almindelig Opgangskonjunktur; den var i særlig Grad præget og baaret oppe af Eksporten til Europa. Og denne sidste var ikke normal. Medens Eksportmængden af Raavarer var adskilligt mindre end før Krigen, var der en betydelig Stigning foruden for egentlige Levnedsmidler navnlig for færdige Produkter til Dækning af Europas øjeblikkelige Forbrug og Fyldning af de tomte Varelagre.

En Eksport til Europa af denne Art kunde imidlertid umuligt fortsættes. Den maatte ses som en Afhjælpning af den øjeblikkelige Varenød, ydet paa Kredit og i Forventning om en hastig Genrejsning af den europæiske Industri, saaledes at denne atter kunde træde ind som fornøden Aftager af Amerikas og de oversøiske Landes Overskudsproduktion af Raavarer. At dette vilde ske, var ogsaa almindeligt ventet i Amerika, og der regnedes med, at der hurtig vilde vise sig at være Mangel paa Raastoffer. De forholdsvis store Lagre af visse Raavarer f. Eks. Uld fra Krigens Tid voldte derfor heller ingen Bekymring og trykkede foreløbig ikke Priserne. Men Forventningen skuffedes; de kaotiske Forhold, ikke mindst indenfor Pengevæsenet holdt Erhvervslivet nede og svækkede Europas Betalingsdygtighed. Saalænge Amerika var villig til at levere Europa Varer paa Kredit, gjorde det naturligvis mindre, men saasnart dette hørte op, faldt i samme Øjeblik en væsentlig Del af Europas Efterspørgsel efter amerikanske Varer bort, og dermed var Tiden for det store Prisfald inde.

Naar Prisfaldet imidlertid allerede indlededes i Foraaret, skyldtes dette, at Prisudviklingen, forinden den naaede Afgrundens Rand, i stigende Grad undergravedes af, at en Række vigtige Raavarer svigtede. Og Grunden dertil var atter den svækkede Efterspørgsel fra Europa. Den Mangel paa Raavarer, man havde troet paa, og som dannede et væsentligt Element i Grundlaget for den overordentlige Prisstigning,

fandtes i Virkeligheden ikke, fordi det ventede Opsving indenfor den europæiske Industri udeblev, og under disse Forhold maatte Krigslagrene komme til at virke som en yderligere Tynge overfor Markedet.

Det var i første Linje Tekstilindustriens Raavarer, der varslede Omslaget<sup>1)</sup>. Raasilke naaede allerede Pristoppen i Februar, faldt derefter voldsomt og var i Maj naet ned til det halve af Prisen i Aarets Begyndelse. Uld holdt sig til Maj og Bomuld til Juli, men faldt derefter indtil December til henimod  $\frac{1}{3}$ . Europas Forbrug var for alle disse Raavarer langt under det normale, eksempelvis Tysklands nedsat til  $\frac{1}{4}$ , Frankrigs til  $\frac{1}{2}$  og Englands Forbrug af Raabomuld til  $\frac{2}{3}$ . Amerikas større Forbrug bødede ganske vist noget derpaa, men da Europa ikke meldte sig i Markedet som ventet, lod Priserne sig ikke holde oppe. For Huder var Prisfaldet indledet endnu tidligere, allerede i Slutningen af 1919, og i Maj naaede det Læder. For Landbruget blev Ophævelsen af Statsgarantien for Hvedepriserne 1. Juni afgørende. Derimod indtraadte Vendepunktet for Jern ikke før i September, og Kulprisen fortsatte Stigningen indtil November, væsentlig paa Grund af Europas stærkt nedsatte Kulproduktion.

Det maatte under disse Omstændigheder siden Foraaret staa mere og mere klart, at den opadgaaende Priskonjunktur var afbrudt, men nogen særlig stærk Reaktion regnedes der dog ikke med. Reservebankerne disponerede stadig over Midler til en Diskonto af 7 pCt., der vel var høj men ingenlunde faretruende, og fra September drog Amerika atter Guld til sig udefra. Men de Kræfter, der havde standset den opadgaaende Prisbevægelse og tvunget den nedad, var stærke og stadig ikke paa langt nær udløste. Den fra Raavarerne udgaaede Bevægelse bredte sig, øgede Disharmonien indenfor Erhvervslivet og gav fortsat Mistilliden Næring. De spekulative Ordreafgivelser, der, da Priserne steg, havde sat Tempoet yderligere op, forsvandt eller annulleredes, og efterhaanden som de løbende Ordre iøvrigt ebbede ud, traadte ingen nye i Stedet, bl. a. fordi Tilbøjeligheden og ogsaa Evnen til fortsat at finansiere Vareefterspørgslen fra Europa var svindende. I samme Øjeblik som det blev klart, at saavel Europas Efterspørgsel efter Raavarer som dets Købeevne overfor Forbrugsartikler var betydelig nedsat, maatte den mægtige, amerikanske Konjunkturopgang,

<sup>1)</sup> Jfr. Montgomery: Konjunkturutvecklingen i Förenta Staterna 1919 og 1920 (Ekonomisk Tidsskrift 1923).

der inderst inde var betinget af en Fejlvurdering af disse Forhold, slaa om og Priserne falde, indtil de var bragt i Overensstemmelse med de faktiske Afsætningsforhold. — Det almindelige Prisfald, der var indledet i Maj, paaskyndedes i August og brød afgørende igennem i Oktober for at vare ved Aaret ud i samme Tempo. Gennem de første Maaneder af 1921 fortsattes dernæst Prisfaldet, om end aftagende og naaede Bunden i Juni, et samlet Fald, der bragte Priserne ned med 43 pCt.

Til Prisfaldet i 1920 findes ingen tilsvarende Nedgang i den cirkulerede Pengemængde. Tværtimod, denne steg fortsat og kulminerede først henimod Aarets Slutning. Reservebankerne udvidede deres Kredit til de private Banker gennem øget Seddeludstedelse for at hindre, at Udviklingen skulde ende i Panik og Krise. Der var faktisk ogsaa Brug for flere Kontanter til Afbalancering af den svigtende Kredit, og desuden faldt Detailpriserne adskilligt langsommere, idet det navnlig varede noget, inden Faldet i Raapriserne var ført igennem til Forbruget. Det lykkedes ogsaa Bankledelsen at holde denne Kurs uden at komme under det lovpligtige Kassemimum; laveste Punkt naaedes i Maj, men det var dog ikke før henimod Aarets Slutning, at Kasserreserven begyndte at vokse som Følge af genoptagen Guldindførsel. I Kreditcirkulationen mærkedes Omslaget derimod straks. Deposita paa Anfordring var faldende gennem hele 1920 og det meste af det følgende Aar, og deres Anvendelse i Omsætningen i Form af trukne Checks ligeledes<sup>1)</sup>.

Det store Konjunkturomslag i Amerika i 1920 har været

<sup>1)</sup> Jfr. den alt nævnte Undersøgelse af „velocity of bank deposits“ i Perioden 1919—22 i Federal Reserve Bulletin 1923, der gør det muligt at tage Hensyn ogsaa hertil og sidestille det saaledes udiundne Udtryk for Kreditcirkulationen med Prisniveauet. Naturligvis er Checkkreditens Om-løbshastighed ganske forskellig paa de forskellige Pladser, men det maa findes mest naturligt under en blot mere grov Orientering at bygge alene paa Forholdene i New York, selv om Niveauet selvfølgelig her ligger særlig højt. Gøres dette, viser der sig, naar den vekslende Størrelse af Produktionens og Forretningslivets Omfang tages i Betragtning, gennemgaaende ret god Korrespondens mellem Kreditcirkulationen og Engros-Prisniveauet saavel gennem 1919 og det meste af 1920, men overfor Prisfaldet i Slutningen af sidstnævnte Aar og Begyndelsen af 1921 er den jævnløbende Sammentrækning af Kreditcirkulationen ikke nær stærk nok, hvilket vel maa staa i Forbindelse med, at ogsaa Forbrugerne ikke mindst i New York anvender Checks, og for Detailpriserne var Prisfaldet adskillig langsommere; Prisfaldet for Leveomkostningerne naaede saaledes først Bunden midt i 1922.

Genstand for megen Omtale, men den afsluttende, dybtgaaende Redegørelse savnes dog stadig, og der hersker da ogsaa vedblivende adskillig Meningsulighed med Hensyn til Omslagets mere fremtrædende Elementer og Aarsager. Man har været tilbøjelig til at tildele de fra Krigens Tid stammende Lagre af Raavarer en afgørende Indflydelse, men denne Opfattelse har ikke kunnet hævde sig. Den indtraadte Mangel paa Ligevægt paa Raavaremarkedet skyldtes i første Linje den europæiske Industris svigtende Efterspørgsel, medens Krigslagrene kun var en ledsagende Omstændighed af mere underordnet Betydning, men desuden lader Konjunkturedslaget sig i det hele taget ikke forklare alene ud fra Forholdene paa Raavaremarkedet, idet disse dels kun var et Udsnit af en større Helhed (den hele Konjunkturudvikling) dels kun et Udslag af en dybere liggende Aarsag (det europæiske Kaos). — Den mest populære Forklaring var dog vel nok Læren om Køberstrejken. Det var efter den Forbrugernes, der, ved som Protest mod de opskruede Priser at holde sig borte fra Markedet, bragte dette til at knække sammen. Betragtningen er dog ret overfladisk og beror paa en Forveksling af Aarsag og Virkning. Forbrugernes eller enhver anden uorganiseret Masse kan kun løbe med, op som ned, men ikke selvstændig lede en Bevægelse, ej heller afbryde den. Køberstrejken opstaar derfor i hvert Fald først, naar Omslaget er sket, og er altsaa en Affødning deraf ikke en Aarsag dertil. Og dertil kommer, at dens faktiske Betydning, ogsaa saaledes begrænset, i denne Sammenhæng synes at have været ringe, naar der tænkes paa de almindelige Forbrugere<sup>1</sup>). At de Handlende derimod under et almindeligt Prisfald altid indskrænker deres Lager og Indkøb til et Minimum, er en hel anden Sag, og at dette Forhold

<sup>1</sup>) I Amerika har bl. a. Mr. Strong den ledende indenfor Federal Reserve Board i 1921 for Kongressen gjort sig til Talsmand for Køberstrejken som Aarsag til Konjunkturomslaget, og denne Teori synes i det hele taget at være antaget som bydende et Forsvar over for den Opfattelse, at saavel Stigningen i 1919 som Faldet i 1920 skyldes en forkert Diskontopolitik. I England har bl. a. Withers (Bankers and Credit, London 1924) sluttet sig hertil. I „Money“ (New York 1923) hævder Foster & Catchings, at Køberstrejken i det hele ikke i 1920 spillede nogen nævneværdig Rolle og henviser til, at foreliggende Oplysninger om Detailindkøbene i New York viser, at disse saa at sige ikke aftog i Løbet af 1920, medens tilsvarende Tal for Engrosindkøbene godtgør, at disse straks fra Foraaret reduceredes stærkt. Der sluttet derfor, at der praktisk taget slet ikke var Tale om Køberstrejke fra Forbrugernes Side i 1920, men at det alene var de Handlende, der, da Priserne faldt, standsede deres Køb og derved drev Priserne yderligere ned.



ogsaa gjorde sig i høj Grad gældende i Amerika i 1920 er utvivlsomt.

Gennemgaaende søger man nu i den af Reservebankerne førte Kreditpolitik Aarsagen til den skete Udvikling. Diskontoforhøjelsen i Foraaret 1920 frembragte Omslaget, og den vedvarende høje Diskonto øgede Farten nedad, medens en betids Diskontoned sættelse vilde have standset Faldet tidligere. Denne Opfattelse er den gængse, og ogsaa tidligere Modsigere synes overfor den Vedholdenhed, hvormed Forklaringen er blevet fastholdt, navnlig af Teoretikerne, at have givet op<sup>1)</sup>.

At gøre Kreditpolitiken til den primære og afgørende Aarsag og betragte Prisfaldet som et Udslag af den i 1920 førte restriktive Politik, er imidlertid uholdbart og en komplet Overdrivelse. Det maa saaledes allerede anses for tvivlsomt, om Reservebankernes Diskontopolitik i det hele taget har øvet Indflydelse paa Renten i det aabne Marked, idet de skete Forhøjelser af Diskontoen muligt snarere var en simpel Følge af Markedsrentens Stigning, saaledes at Reservebankerne blot har fulgt Markedet. I hvert Fald var Diskontoen ogsaa i 1920 vedblivende lavere end Renten i det aabne Marked og forhøjedes først, efterat Markedsrenten forud var steget. Nu er det naturligvis muligt, at Markedsrenten kan være paavirket af Forventningen om, at Diskontoen vilde blive forhøjet, men derfra og til uden Hensyn til det faktiske Forløb at gaa ud fra, at Renten i det aabne Marked er det afledede og Diskontoen det styrende Led<sup>2)</sup>, er der dog et Spring, der synes

<sup>1)</sup> Af Forfattere, som lader den strammere Diskontopolitik i Begyndelsen af 1920 være den umiddelbare Hovedaarsag til Konjunkturomslaget, kan rent eksempelvis nævnes i England Hawtrey og i Sverige Cassel. Davidson, der tidligere har stillet sig ret reserveret heroverfor, synes nu at hælde til samme Anskuelse, idet han dog omskriver Forholdet derhen, at det var den strammere Kreditpolitik's Indflydelse paa Stemningen indenfor den amerikanske Forretningsverden, der gjorde Udslaget, hvorfor han ogsaa advarer imod at gøre Brug af stærke Midler, fordi Udslaget er saa uberegneligt (cit. Afhandling i *Økonomisk Tidsskrift*, 1925). Ogsaa Montgomery, der i den cit. Afhandling i *Økonomisk Tidsskrift*, 1923 giver en omhyggelig Fremstilling af Prisudviklingen i Amerika i 1920, lader den mere restriktive Kreditpolitik være den afgørende Aarsag, saa langt at ogsaa det indledende Prisfald for Raasilke, der kom til Amerika fra Japan, føres tilbage til den amerikanske Kreditindskrænkning. De stadig i Afhandlingen opdagede Antagelser af Kreditindskrænkningens Betydning for det sig udviklende Prisfald, forekommer dog ret løst paahæftede den rent faktiske, instruktive Fremstilling. Stærkt kritisk overfor den her fremførte Anskuelse stiller sig bl. a. B. M. Anderson (*The Chase Economic Bulletin* Nr. 3 og 5).

<sup>2)</sup> Dette er Montgomery's Opfattelse, jfr. den cit. Afh. I Modsætning hertil bl. a. Anna Youngman: *The Efficacy of Changes in the Discount Rates of the Federal Reserve Banks* i *The American Economic Review*, 1921.

ret vovsomt, eftersom der slet ikke forefindes nogen fast Forskel mellem Diskontoen og Markedsrenten; thi dette tyder paa, at Renten i det aabne Marked i Virkeligheden har fulgt sine egne Veje, afhængig af Aarsager, der ligger udenfor den noterede Rediskonteringsats. Men helt uanset dette Forhold, er det i det hele taget en ganske ensidig Betragtning at opfatte Rentens Højde som dannende Nøglen til Forstaaelsen af Prisstigningens Ophør. Naturligvis udgør Renten et Omkostningselement og virker derfor ogsaa med til at indsnævre den Profitmargin, hvis Forsvinden maa bringe en Konjunkturofgang til Ophør, men den er som saadant i Almindelighed kun af mere underordnet Betydning og spiller i hvert Fald i den her givne Forbindelse en ganske ringe Rolle i Sammenligning med andre, parallelt virkende Forhold.

Noget større Betydning maa der vist derimod tillægges den Kreditindskrænkning, der navnlig hen paa Sommeren sattes i Værk af adskillige Banker, fremkaldt af den stigende Stramhed paa Pengemarkedet og fremmet af Reservebankernes Diskontoforhøjelse i Juni i Forbindelse med det moralske Pres, som disse udøvede overfor de af dem afhængige Banker. Men der bliver dog ogsaa for dette Forholds Vedkommende kun Tale om Fremskyndelse af Tidspunktet for Vendingens Indtræden. Konjunkturomslagets Nødvendighed var derimod betinget af helt andre Omstændigheder, og dette vilde være sket, selv om Reservebankerne havde raadet over væsentlig større Reserver, end de faktisk gjorde, og saaledes vilde have været i Stand til at finansiere Opgangskonjunkturen endnu et Stykke. Omslaget maatte komme, og en kunstig Rigelighed paa Penge- og Kapitalmarkedet kunde kun have forhalet Omslaget. Nu virkede den skete Stramning som en Forkortelse af Opgangsperioden og mildnede forsaasidt tværtimod Omslaget, der muligt ellers vilde have antaget Form af en akut Krise.

At nævne Rentestigningen eller Kreditstramningen iøvrigt som Momenter af mere væsentlig Betydning for, endsige som den afgørende Aarsag til Konjunkturomslaget er en Forklaring, der alene holder sig til Tingenes Overflade, eller et Udslag af den Opfattelse, at enhver almindelig Prisbevægelse til syvende og sidst lader sig føre tilbage til en Ændring i Omsætningsmidlernes Kvantitet som Aarsag, en Opfattelse, der ganske vist er ret almindelig, men som ikke desto mindre kun er et bekvemt Postulat uden Rod i Virkeligheden.

Medens der saaledes ingen Forholdsmæssighed er i den Betragtning, der vil give Reservebankernes Politik Æren for

Konjunkturoppgangens Standsning, gælder det samme tildels ogsaa den Kritik, der har været udøvet overfor den efter Standsningen fulgte Politik. Naar Reservebankerne, trods denne, forhøjede Diskontoen yderligere i Juni, virkede dette efter Kritikens Opfattelse som en væsentlig, men ganske unødvendig Forværrelse af den indledede Depression, og dette skærpedes yderligere derved, at den høje Diskonto fastholdtes til ind i 1921. Diskontoforhøjelsen i Juni var i Virkeligheden kun en Genoprettelse af det under de givne Omstændigheder naturlige Forhold mellem Diskontoen og Renten i det aabne Marked. I Marts—April havde denne sidste kun været  $\frac{1}{2}$  pCt. højere end Diskontoen, men steg derefter saaledes, at den i Slutningen af Maj var  $1\frac{1}{2}$  pCt. højere. Med Diskontoforhøjelsen i Juni af 1 pCt. genoprettedes altsaa blot Forholdet i Marts—April, hvilket dog forøvrigt snart igen forrykkedes, og Aaret ud holdt Markedsrenten sig ca. 1 pCt. over Diskontoen. Diskontoforhøjelsen i Juni var saaledes ingen Aarsag til den voksende Stramning paa Kapitalmarkedet men kun et Udslag heraf, og et Forsøg fra Reservebankernes Side paa ikke at følge Markedet vilde simpelt hen have tappet dem for deres Reserver. Og ogsaa i den efterfølgende Tid var i Virkeligheden Renten i det aabne Marked det styrende Element, og Diskontoen reduceredes først i Foraaret 1921, efterat Renten i Markedet var faldet. Muligt er det ganske vist, at Reservebankerne vilde have kunnet fremkalde en Formindskelse af Markedsrenten gennem en resolut Diskontonedsættelse fra det Tidspunkt, da Trækket paa dem aftog, og deres Reservestilling saaledes var i Bedring. Men dette var næppe Tilfældet før sidst paa Aaret, og saa sent vilde en Rentenedsættelse næppe have faaet nogen Betydning eller i nævneværdig Grad evnet at mildne Depressionen eller hæmme Prisfaldet.

### III.

Efter det store Prisfald 1920—21 holdt Engros-Varepriserne sig gsntl. saa at sige konstant indtil Foraaret 1922, og jævnløbende hermed raadede fortsat Depression med stærkt nedsat Produktion, navnlig indenfor Industrien. Den fra Opgangstiden arvede Mangel paa Forholdsmæssighed indenfor Erhvervslivet, yderligere skærpet gennem det voldsomme Nedslag, udlignedes efterhaanden. Dog ikke fuldstændig; Arbejdslønnen i Industrien faldt kun lidt, omend Arbejdsomkostningerne noget mere, fordi Arbejdseffektiviteten hurtigt naaede sin gamle Højde. Desuden varede det lige til Foraaret 1922, inden den for-

holdsvis stærkere Prisnedgang for industrielle Raavarer igen havde rettet sig, og for Landbruget, hvor Prisfaldet havde været endnu større og føltes særlig haardt, tog Depressionen Form af en virkelig Krise, der varede ved ind i 1924. Men ellers faldt Priserne og Produktionen efterhaanden i Leje, og-saa derved at Erhvervslivet hurtigt erkendte de ændrede Afsætningskaar og indstillede sig derefter. Eksportmarkedets store Betydning under Krigen og i Aarene umiddelbart derefter var borte og Hjemmemarkedet igen ganske dominerende. Det var navnlig Eksporten til Europa af færdige Varer, der reduceredes, uden at Eksporten af Raavarer til Gengæld varigt vandt frem, hvorfor ogsaa Europas Betydning som Afsætningsmarked stærkt formindskedes; den gamle Verdensdel aftog i de følgende Aar ikke mere end godt Halvdelen af den amerikanske Eksport mod ca. 60 pCt. før Krigen og ca. 70 pCt. i 1915-16.

Og dertil kom, at Penge- og Kapitalmarkedet efterhaanden bedredes væsentlig. Endnu Maj 1921 var Rentefoden 7 pCt., men faldt derefter hastigt og var midt i 1922 naaet ned paa 4 pCt. Efterhaanden som Likvidationsprocessen skred frem, maatte naturligvis Bankernes Udlaan formindskes, men deres Midler reduceredes ikke saa stærkt, bl. a. fordi Landets Overskud paa Betalingsbalancen i 1921 for en ikke ubetydelig Del droges hjem i Form af Guld (6 à 700 Mill. Doll.). Resultatet deraf blev stærkt formindsket Træk paa Reservebankerne, og disses Seddeludstedelse, der kulminerede Dec. 1920 med ca. 3300 Mill. Doll., naaede ned paa Minimum Juni 1922 med ca. 2100 Mill. Doll., og da det tilflydende Guld praktisk talt alt havnede hos Reservebankerne, steg Guldreserven og udgjorde i Foraaret 1922: 78 pCt. af udstedte Sedler og Depositaforpligtelser mod 43 pCt. i Efteraaret 1920.

Der raadedes saaledes i Foraaret 1922 over en betydelig Finansieringsreserve, uden at der dog fra Reservebankernes Side blev gjort noget Forsøg paa at tvinge den ud paa Markedet. De holdt vedblivende Diskontoen under Renten i det aabne Marked, fulgte dennes Fald indtil Begyndelsen af 1922 men undlod derefter dette, hvoraf naturligvis fulgte, at Redis-kontering hos Reservebankerne indskrænkedes til et Minimum (ca. 500 Mill. Doll. midt i 1922 mod ca. 2700 Mill. i Slutningen af 1920), og enhver Forbindelse mellem Diskontoen og Markedsrenten fuldstændig afbrødes.

Den ny Opgang, som indlededes i Foraaret 1922, var Reservebankerne saaledes ganske uden Indflydelse paa; den groede ud af selve de økonomiske Forhold og maatte nød-

vendigvis melde sig, efter at disse var kommet nogenlunde i Ligevægt, samtidig med at der var rigeligt med Midler i Markedet til at hæve Produktionen op over 1921's unormalt lave Niveau.

Prisopgangen, der var ret stærk indtil Juli, genoptoges om end noget svagere i de første Maaneder af 1923, hvorefter der indtraadte en Reaktion, der varede ved til henimod Midten af 1924; derefter steg Priserne paa ny. Under Prisopgangen laa som sædvanlig Raavarer i Spidsen, steg tidligst og stærkest, medens færdige Varer fulgte langsomt efter og tilsidst ved ikke at kunne vinde med satte en Stopper for en Fortsættelse af Prisstigningen for Raavarer. Den forholdsvis høje industrielle Arbejds løn, der tilmed i 1923 var i yderligere Opgang, bl. a. som Følge af Indvandningsbegrænsningen, dannede ganske vist et godt Grundlag for at føre selv en betydelig Prisstigning igennem til Forbruget, men det var Landbrugets Købeevne, der svigtede. Det store Prisnedslag havde som alt nævnt særlig ramt Landbruget, og dets relative Købeevne var i 1922, maalt ved Forholdet mellem det almindelige Prisniveau og Prisniveauet for Landbrugsvarer, omtrent en Femtedel under Aarene før Krigen.<sup>1)</sup> Forholdet bedredes vel nok efterhaanden, navnlig for Korn og Bomuld, men for animalske Produkter var Priserne endnu i 1924 overordentlig lave. Under disse Omstændigheder maatte en amerikansk Konjunkturudvikling, der, saaledes som Forholdene nu engang laa i Europa, maatte bæres af Hjemmemarkedet, forholdsvis hurtigt komme til Standsning, selv om ogsaa Pengemarkedet bød al fornøden Mulighed for dens Financiering. Saalænge Produktionsudvidelsen lod sig gennemføre uden at kræve nogen større Prisstigning paa de færdige Varer, fordi de voksende Udgifter til Raavarer afbalanceredes med billigere Produktion iøvrigt f. Eks. gennem større Arbejdseffektivitet, bedre Udnyttelse af Produktionsapparatets Kapacitet m. v., var alt vel, men naar disse Muligheder var udtømt, og Udligningen altsaa skulde ske gennem en fortsat Prisforhøjelse for de færdige Varer, maatte Landbrugets nedsatte Købeevne virke som en Bremse paa Udviklingen, uden dog at nødvendiggøre noget egentligt Tilbageslag, der jo heller ikke indtraf, saa meget mindre som Landbrugets relative Købeevne var i Fremgang og i 1923 var naaet frem til kun 13 pCt. under Førkrigsarene.

<sup>1)</sup> *G. F. Warren: The Agricultural Depression i Quarterly Journal of Economics, 1924.*

Den Stigning i den amerikanske Produktion, der navnlig tog Fart fra Midten af 1922 og kulminerede i Foraaret 1923, holdt sig derfor ogsaa nogenlunde Aaret ud, og ej heller i det følgende Aar var Produktionen synderlig nedsat, hvilket altsaa vil sige, at Produktionen gennem den skete Udvikling kun var løftet op fra det unormalt lave Niveau, Krisenedslaget havde ført med sig, i sit naturlige Leje.

Den stærkt forøgede Produktion finansieredes trods stigende Priser uden Vanskelighed af Bankerne. Medvirkende hertil var den fortsatte Guldimport, der vel holdt sig betydelig under Tilførslen i 1921, fordi der nu ikke fandtes synderlig mere Guld i Europa til Realisering, men dog i hvert af Aarene 1922—24 laa mellem 200 og 300 Mill. Doll. I Modsætning til 1921, hvor det importerede Guld udelukkende anvendtes til Forøgelse af Reservebankernes Guldbeholdning, idet den cirkulerende Pengemængde tværtimod i Løbet af dette Aar formindskedes med ca. 900 Mill. Doll., gik i de følgende Aar og navnlig i 1923 Guldets delvis over i Omsætningen i Form af Banksedler eller Guldcertifikater, ganske i Forhold til som Markedet krævede det.

Enhver nødvendig Forøgelse af den cirkulerende Pengemængde fyldestgjordes let, saaledes at en Udvidelse af Bankernes Kreditgivning, der i de 3 Aar udgjorde over 5 Milliarder Doll. (fra godt 40 til mellem 45 og 46 Milliarder Doll.), ikke paa dette Punkt mødte nogensomhelst Hindring. Kreditten tilpassedes uden Vanskelighed efter Erhvervslivets Trang, og tilmed uden at det viste sig fornødent at tage Centralbankernes Reserver i stærkere Brug. Disses samlede Udlaan (earning assets), der i Slutningen af 1920 havde kulmineret med ca. 3300 Mill. Doll., men derefter indtil Foraaret 1922 var nedbragt til ca. 1200 Mill. Doll., laa i den følgende Tid forholdsvis fast og bevægede sig til Udgangen af 1923 mellem 1000 og 1200 Mill. Doll. I 1924, hvor der indtraadte nogen Afmattelse efter den stærke Anspændelse i det foregaaende Aar, var Udlaanene tilmed faldende for dog atter at naa op i det sædvanlige Niveau henimod Aarets Slutning<sup>1)</sup>. Finansieringen

<sup>1)</sup> Da Seddeludstedelsen samhørende hermed naturligvis ogsaa holdt sig ret uforandret, og Guldbeholdningen fortsat voksede, vilde dette have ført til en endnu højere Gulddækningsprocent end de 78 fra Foraaret 1922, men samtidig steg den hos Reservebankerne indestaaende Dækning overfor Bankernes stærkt voksende Deposita, der efter den amerikanske Bankordning kræver delvis Gulddækning, og Gulddækningsprocenten holdt sig derfor 1922—24 nogenlunde uforandret og var i Begyndelsen af 1925 stadig lidt over 75 eller i Virkeligheden ganske den samme som i Foraaret 1922.

af det store Opsving besørge­des saaledes i Virkeligheden af de almindelige Banker paa egen Haand ved Hjælp af Landets egen Opsparing og den Kreditten iboende Elasticitet, idet Markedets hermed sam­hørende Krav til forøget Penge­cirkulation fyldestgjordes gennem Guldimporten.

Nu betyder ganske vist den Om­stændighed, at Reserve­bankernes samlede Udlaan har holdt sig nogenlunde konstant, ikke, at det umiddelbare Træk paa dem fra de almindelige Bankers Side ogsaa har været konstant, men blot at de Sving­ninger, der har været i deres Rediskonteringsvirksomhed, er afbalanceret gennem modsvarende Bevægelser i deres Køb af Papirer eller Accepter i det aabne Marked. I 1922, da Trækket paa Reservebankerne i Form af Rediskontering udviser en ud­præget Bølgedal med Minimum midt i Aaret, øgede Reserve­bankerne nogenlunde forholdsvis deres Køb i Markedet, me­dens det omvendte var Tilfældet i 1923, hvor Bankernes Træk paa Reservebankerne var stærkt stigende. Dette faar dog natu­rligvis ingen Betydning for det Omfang, hvori Reservebankerne i det hele taget har deltaget i Erhvervslivets Financiering, men vedrører alene Formen derfor, thi ved Køb i det aabne Mar­ked aflastes Kreditkravet paa Bankerne, medens Salg i Mar­kedet øger dem. Gennem den fulgte Politik, at holde Reserve­bankernes samlede Udlaan konstant, har disse altsaa overfor det skete Opsving stillet sig ganske passive, ikke deltaget i dets Financiering men ej heller prøvet at unddrage Markedet Midler dertil; de har ladet Markedet passe sig selv, hverken støttet eller bremset det.

En noget lignende Passivitet overfor Opgangen 1922—23 kendetegner ogsaa deres Diskontopolitik. Markedsrenten i New York, der midt i 1922 var naaet ned paa 4 pCt., steg der­efter jævnt, efterhaanden som Kravet paa Bankerne voksede, for i Begyndelsen af 1923 at nærme sig 5 pCt. I 1923 strammedes Markedet yderligere, og Renten holdt sig mellem 5 og  $5\frac{1}{2}$  pCt. for endelig fra Midten af 1924 at gaa ned under 5 og i Begyndelsen af 1925 at ligge mellem 4 og  $4\frac{1}{2}$ . Det var en fuldkommen jævn og gradvis Bevægelse, der nøje rettede sig efter Markedets vekslende Tilstand. Den af Reserve­banken i New York noterede Diskonto holdtes paa 4 indtil Slutningen af Februar 1923, kvorefter den forhøjedes til  $4\frac{1}{2}$ , efter at Markedsrenten forud var steget jævnt fra ca. 4 til 5. Den skete Diskontoforhøjelse betød saaledes i Virkeligheden kun en Følgen efter, en Konstatering af den alt indtraadte Stigning i Markedsrenten, og at tillægge den nogen Indflydelse

i Henseende til at bremse en løbende Konjunkturudvikling synes mere end vanskelig at begrunde<sup>1)</sup>).

Den afgørende Forklaring til at Opgangen brødes, maa søges helt andre Steder, udenfor saavel Kapitalmarkedet i Almindelighed som dog navnlig Reservebankernes Diskontopolitik. Aarsagen laa i selve Opgangens indre Struktur. Den havde i Virkeligheden kun i ringe Grad Præg af en egentlig Konjunkturudvikling, og som saadan bragtes den hurtig til Standning af Landbrugets nedsatte Købeevne; bedre lader den sig karakterisere som en simpel Genoprettelse af det for det amerikanske Erhvervsliv naturlige Niveau.

Noget mere aktiv synes for en umiddelbar Betragtning Diskontopolitiken i 1924 at have været, idet der i dette Aar foretoges en Række Nedsættelser, der bragte Diskontoen ned fra  $4\frac{1}{2}$  til 3, hvoraf i hvert Fald en enkelt gik forud for det tilsvarende Fald i Markedsrenten. At dermed skulde have været tilsigtet at standse den Reaktion, som Prisniveauet opviste i 1924 overfor Prisstigningen i 1922—23, saaledes som Cassel mener<sup>2)</sup>, maa dog anses for ganske usandsynlig og iøvrigt ogsaa i Modstrid med saavel Federal Reserve Boards erklærede Retningslinjer som den Stilling, Reservebankerne indtog overfor den forudgaaende Prisstigning. Nedsættelserne afspejler næppe andet end Pengemarkedets Tilstand, der var ualmindelig let i 1924, og som bl. a. gav sig Udtryk deri, at Redis-konteringen hos Reservebankerne formindskedes gennem hele Aaret og i November var helt nede paa 200 Mill. Doll. eller lavere end nogensinde tidligere.

<sup>1)</sup> Dette syntes dog nærmest at være Montgomerys Opfattelse i en Artikel i Ekonomiska Samfundets Tidsskrift (Helsingfors 1924) om den amerikanske Konjunkturudvikling siden 1921.

<sup>2)</sup> Stabiliseringsproblemet eller vägen till et fast penningväsen S. 165.