

DE SKANDINAVISKE PAPIRKRONER UNDER VERDENSKRIGEN

Af Einar Cohn

INDHOLD:		Side
1. Indledende Bemærkninger		267
2. Krigsaarene		269
A. Betalingsbalance og Kreditmængde.		
a. Danmark		269
b. Sverige og Norge		292
c. Disagioen paa danske Kroner		297
B. Aarsagerne til Kreditudvidelsen.		
a. Danmark		301
b. Sverige og Norge		310
3. Efterkrigsaarene		318
A. Danmark		318
a. Aarene 1919 og 1920 til Konjunkturomslaget		318
b. Aarene efter Konjunkturomslaget i 1920		326
B. Sverige og Norge		328

1. Indledende Bemærkninger.

Nærværende Undersøgelse indeholder et Forsøg paa at udfinde Aarsagerne til den svenske, den norske og den danske Krones Værdi i Krigsaarene. Undersøgelsen kunde ikke være foretaget, hvis ikke Forf. efter Evne havde fulgt Penge- og Bankteoretikernes Arbejder i disse Aar og draget sig disse Udredninger til Nytte ved Problemernes Opstilling. De følgende Sider er dog maaske i højere Grad præget af, at jeg siden Efteraaret 1919 i de skiftende Valutaraad og -Kommissioner har været i nøje Forbindelse med de praktiske Bankfolk og med disses mere jordbundne Betragtning af Valutaen som en Vare, der sælges og købes fra Dag til Dag. Men endnu væsentligere er det naturligvis, at Afhandlingen ikke

indeholder en teoretisk Udredning af alt det, der kunde være, men et Forsøg paa ved Hjælp af den foreliggende Statistik at bestemme, hvad der var.

En saadan kvantitativ Analyse — for at bruge *Mitchell's* ¹⁾ Udtryk — vil i det hele ikke kunne naa videre end til at sandsynliggøre de forskellige Aarsagers Tilstedeværelse og Indflydelse. Den, hvis daglige Virke det er at tilvejebringe den økonomiske Statistik, er naturligvis til Fuldkommenhed klar herover. Paa den anden Side er der ingen anden Vej frem, hvis man fra Teoriens Spøgelserverden, med dens tænkte Mennesker i tænkte Markeder, vender sig til de økonomiske Fænomener, som Statistiken giver os Kendskab til, og jeg kan ikke se rettere, end at en dyberegaaende Indsigt i de økonomiske Foreteelser alene lader sig opnaa gennem en Kombination af de statistiske lagttagelser.

Hovedsynspunktet for den følgende Undersøgelse er da dette, at den fremmede Valuta er en Vare, hvis Pris bestemmes af Udbud og Efterspørgsel. Ved Hjælp af de statistiske Oplysninger om Handels- og Betalingsbalancen paa den ene Side og Bankernes Udlaan paa den anden søges der derefter nærmere Indsigt i henholdsvis Udbud og Efterspørgsels Omfang og Karakter. Under denne Undersøgelse vil det vise sig, at baade Udbud og Efterspørgsel stadig er underkastet Ændringer: gennem Laanepolitikken overfor Udlandet, ved at Handelsbalancen gennem Forskydninger imellem Import- og Eksportvarernes Mængder eller væsentlige Varers Priser kan stille sig gunstigere eller ugunstigere, ved at Efterspørgselen kan blive større, idet Bankerne forøger deres Udlaan, eller mindre, idet de trækker ind paa Krediterne osv. I mange Tilfælde vil det endvidere være muligt at komme et Skridt videre og bestemme Aarsagerne til disse Forskydninger i Betalingsbalancens Poster eller i Kreditmængden, men det er nødvendigt at indstille sig paa, at Bevægelserne kan gaa imod hinanden, at en gunstigere Handelsbalance kan opveje Kreditudvidelse og følgelig, trods Kreditudvidelsen, bringe lavere Valutakurser; eller at Bankernes Opkøb af Valuta paa en Tid kan være Vidnesbyrd om et stigende Marked, hvor de som andre vil sikre sig Valutaen, medens det paa en anden Tid betyder, at der ikke er normal forretningsmæssig Anvendelse for Valutaen, der derfor optages af Bankerne i et synkende Marked.

¹⁾ *Weslye C. Mitchell*: Quantitative analysis in economic theory (American Economic Review, Marts 1925).

Under en saadan Analyse, hvor man saa at sige fra Flodens Munding søger at komme op til dens Kilder, vil naturligvis mangt og meget afhænge af Forf.'s personlige Kendskab til de Egne, man vandrer igennem. Han er nærmest en indfødt Fører. Ogsaa af den Grund er Forholdene i Danmark paa de efterfølgende Sider behandlet med langt større Udførlighed end de norske og svenske Forhold.

2. Krigsaarene.

A. Betalingsbalance og Kreditmængde.

a. Danmark.

Værdien af et Lands Papirmønt kan maales dels efter dens Forhold til andre Landes Møntværdi, dels i Forhold til det indenlandske Prisniveau. Maales Papirmønten paa førstnævnte Maade efter Vekselkurserne overfor et Land, der har bevaret Guldmøntfoden, opnaas et Udtryk for dens Værdi i Forhold til Guld (Møntens ydre Værdi), medens Forholdstallet overfor det indenlandske Prisniveau betegner Møntens indre Værdi. Under normale Forhold vil en Mønts ydre og indre Værdi være den samme, eller i hvert Fald afvige lidet fra hinanden og vil netop paa Grund af Guldindløseligheden meget hurtigt komme i Niveau med hinanden. Thi en Afvigelse vil betyde, at en vis Mængde Guld nu kan købe flere eller færre Varer i det paagældende Land end i andre, og Guldet vil da henholdsvis strømme til og hæve Prisniveauet eller strømme ud og sænke det. Men er Guldindløsningen suspenderet, er samtidig denne naturlige Regulator sat ud af Kraft, og det er netop Forskellen mellem Møntens ydre og indre Værdi, der under Papirmønt-Regimen er en af de væsentligste Aarsager til de økonomiske Forviklinger, der opstaar gennem Kapitalforskydningerne over Landenes Grænser, den „ugunstige“ Handelsbalance, Valutaspekulationer o. s. v.

For Danmarks Vedkommende har Svingningerne i Kroneværdien ved Krigens Begyndelse og efter dens Slutning for den offentlige Mening givet sig Udslag som et „Valutaspørgsmaal“, d. v. s. som en Forringelse af Kronen maalt efter Dollarkurs, medens man under Krigen alene betragtede Nedgangen som et „Dyrtidsproblem“, fordi den danske Krones ydre Værdi trods Stigningen i det indenlandske Prisniveau stod over den gamle Guldparitet. De egentlige Krigsaars mangfoldige Handels- og Omsætningsrestriktioner paa den ene Side og prisregulerende

Indgreb paa den anden Side gør dog en nærmere Redegørelse for Forskellen mellem Møntens ydre og indre Værdi overmaade kompliceret, og navnlig er dette Tilfældet ved en Sammenligning fra Land til Land; det er da ogsaa Forskydningerne i Møntens ydre Værdi, nærværende Undersøgelse beskæftiger sig med, medens Aarsagerne til Bevægelserne i det indenlandske Prisniveau ikke her nærmere skal behandles. For dog at give et Indtryk af disse forskellige Ændringer anføres nedenstaaende Oversigt, hvis første Kolonne angiver Kronens ydre Værdi maalt efter Dollarkurs, anden Kolonne den indre Værdi, maalt efter Detailpristallet ved Aarets Midte, tredje Dollarens indre Værdi paa samme Maade maalt efter det amerikanske Detailpristal.

Tabel 1.

	Den danske Kronens Værdi		Dollarens indre Værdi	Kolonne 1 × Kolonne 3	Engrospristallene (aarlige Gsnt., 1913 = 100)		
	ydre	indre			Danmark Finans- tidende	England Econo- mist	U. S. A. Bureau of Labor
	1	2	3	4			
1914	100	100	100	100	—	98	98
1915	94	86	95	89	142	127	101
1916	104	74	85	88	178	160	127
1917	108	65	70	76	247	206	177
1918	112	55	58	65	295	226	194
1919	89	47	56	50	306	242	206
1920	61	38	46	28	374	307	226
1921	66	42	56	37	250	197	147
1922	77	50	60	45	179	158	149
1923	68	49	59	40	201	159	154
1924	62	47	59	37	226	166	156

Ser man nu bort fra den Usikkerhed, der ved disse Beregninger skyldes ufuldkommen Teknik ved Tilvejebringelsen af Pristallene, skulde man ved at multiplicere Tallene i Tabellens 1. og 3. Kolonne faa et Tal, der angav Kronens indre Værdi. Men som det ses ved en Sammenligning mellem Kolonne 2 og 4 er der kun ringe Overensstemmelse Aar for Aar undtagen ved Krigens Begyndelse, da Blokaden endnu ikke havde sprængt Samhandelen mellem Landene og i 1919 umiddelbart efter dens Slutning, da Vareudvekslingen atter

kom i Gang. I Krigsaarene var Kronens indre Værdi lavere end man efter Købekraftspariteten skulde have ventet, i Efterkrigsaarene højere. Nu angiver Købekraftspariteten naturligvis kun det Ligevægtspunkt, hvorom Valutakurserne svinger, naar Markedet er frit, og Importører og Eksportører er dem, der har den afgørende Indflydelse, fordi det netop for dem er de i Paritetstallet indgaaende Varepriser ude og hjemme der bliver afgørende for, hvad de vil købe eller sælge Valutaen til (jfr. ogsaa min Artikel: Købekraftspariteten her i Tidsskriftet 1924). Men hvis Samhandelen mellem Landene er vanskeliggjort, hvis Financieringen af den foregaar ujævnt, hvis Kapitalflugt eller Kapitaltilstrømning udgør en betydende Del af Omsætningerne paa Valutamarkedet, saa vil Købekraftspariteten ikke blive bestemmende for Valutakursernes Højde. For Aaret 1917 f. Eks. var Købekraftspariteten mellem £ og Kr. efter Engros-Pris-tallene 21.78 Kr. pr. £, men Aarets gennemsnitlige Vekselskurs 16.24 Kr. Her var altsaa et særlig stærkt Udbud paa Valutamarkedet, der tvang £-Kursen $5\frac{1}{2}$ Kr. ned under Ligevægtspunktet, saaledes som det nedenfor nærmere skal blive paavist.

Men en anden Betingelse for, at Vekselkurserne indstiller sig efter Forholdet mellem Pristallene er den, at Priserne er nogenlunde i Ro. Hvis der gaar en Prisstigning for sig eller Importørerne forventer en saadan, vil de forøge deres Efterspørgsel efter fremmed Valuta det mest mulige og derved drive dennes Pris op over, hvad der med det gældende Prisniveau i og for sig var rimeligt at give.

Denne stadige Prisstigning var, som den foranstaaende Tabel viser, et udpræget Krigsfænomen, fremkaldt af mange Faktorer: Varemanglen, der skyldtes formindsket Produktion eller Tilbageholdelse af Varerne i de producerende Lande, Stigningen i Transportomkostningerne paa Grund af Tonnagens Beslaglæggelse til direkte Krigsformaal og paa Grund af den høje Forsikring mod Faren ved Sejlads i Krigszonerne, de krigsførende Landes forstærkede Efterspørgsel og de Neutrales for saa vidt ogsaa paa Grund af den bag ved det hele liggende Kreditudvidelse („Inflation“).

Inflationsbegrebet har sin egen mærkelige Skæbne i Krigens Annaler. Til at begynde med var det, som om de mange Aars Guldmøntfond i den Grad havde bragt tidligere Perioders Pengeforvirring i Glemmel, at man ansaa Prisstigningen for alene fremkaldt af Vareknapheden. Men da den i visse af de krigsførende Lande stadigt stigende Seddel-

udstedelse tilsidst blev af saa stort Omfang, at man ikke mere kunde se bort fra dens Betydning for Prisstigningen, opstod Begrebet „Inflation“, og det blev modtaget med saa stor Begejstring af lærde og læge, at man nu lagde hele Skylden for Prisernes Stigning over paa Pengesiden. Men alt har sin Tid. Nu er Tvivlen, om disse Forklaringer da ogsaa er udtømmende, stadig voksende. I en Afhandling her i Tidsskriftet 1924 (Inflation, Vexelkurs og Prsniveau) og i 5. Udgave af Hages Haandbog i Handelsvidenskab S. 743 ff. (Artiklerne Økonomiske Kriser og Den danske Krone siden 1914) opererer *Riis-Hansen* med Begreberne passiv og aktiv Inflation, hvor der ved passiv Inflation forstaaes den ved Vareprisernes Stigning fremkaldte Forøgelse i Betalingsmidlernes Mængde i Modsætning til den navnlig af Staten foranledigede aktive Inflation, der, da Staten ikke har Varer at sælge, savner den passive Inflationens naturlige Motivering. I indeværende Aargang af Tidsskriftet har *G. O. Bech* i Afhandlingen: En „managed currency“ uddybet Følgerne af gennem en bankteknisk Fastholden af Prsniveauet at ville ophæve Virkningerne af en fra Varesiden udgaaende Tendens til Prisstigning og naar derigennem frem til Betragtninger, der falder sammen med, hvad *Robertson og Pigou* (dennes Afhandling: A contribution to the theory of credit i *Economic Journal* for Juni 1926) arbejder med, naar der tales om en „economically justifiable“ Udvidelse af Krediten. Og endelig skal det anføres, at *Wicksell*, før han for stedse lukkede sine Øjne, i en Afhandling: Valutaspörsmålet i de skandinaviska länderna (*Ekonomisk Tidsskrift* 1925) giver Udtryk for og nærmere uddyber den Anskuelse, at den Forklaring til Prisstigningen, „som vi Nationaløkonomer, især her i Sverige, i sjælden Grad har været enige om, naar alt kommer til alt, maaske har været, om ikke fejlagtig, saa dog ufuldstændig, og om ikke Praktikerne, trods forskellige aabenlyst urigtige og ulogiske Forestillinger dog i visse Henseender har set klarere paa de foreliggende Fænomener end vi. Det væsentligste Stridspunkt har været Vareknaphedens¹⁾ Betydning for Prisstigningen“.

Nu viser allerede en Sammenligning mellem Pristallene for Danmark, England og U. S. A. i Tabellen S. 270, at en meget væsentlig Del af Prisstigningen kom til os udefra; i Aaret 1917 er det amerikanske Pristal saaledes 177, det engelske

¹⁾ I mit Foredrag i Nationaløkonomisk Forening i Februar 1920 (*Tidsskriftet*, S. 175) behandles Prisstigningen som i afgørende Grad fremkaldt af „Smitte“ fra de krigsførende Landes Prsniveauer.

206 og det danske 247 og der er i Virkeligheden her ikke større Forskel end, hvad der naturligt lader sig forklare ved Fragternes uhyre Stigning. Hvis man ikke vilde have taget denne udefra kommende Prisstigning, maatte man have undladt at købe i Udlandet og nægtet at sælge til Udlandet; men da denne Mulighed laa uden for, hvad det daværende politiske og finansielle Styre ansaa for forsvarligt af Hensyn til Landets indre og ydre politiske Forhold, fik vi Prisstigningen ind i Landet; ved Rationering, Maksimalpriser og Stats-tilskud søgte man at modvirke Stigningen i Priserne paa de vigtigste Varer; det lykkedes kun i nogen Grad, og Kronens indre Værdi sank, medens dens ydre Værdi — bortset fra Krigens første Halvaar — gik op over den gamle Guldparitet.

Men denne Prisstigning medførte i sin Oprindelse og i sit videre Forløb en Kreditudvidelse, en passiv Inflation, der ikke bragtes ud af Verden ved Krigens Ophør og den senere stedfindende Deflation paa Verdensmarkedet, men endda forstærkedes. Af Hensyn til Sammenligningen Aar for Aar og imellem de tre Lande har det været nødvendigt at søge tilvejebragt et samlet talmæssigt Udtryk til Belysning af denne Kreditudvidelse, og jeg har derfor beregnet et „Kreditindex“ for de tre Lande (jfr. Tabellerne 2, 8 og 9).

Tabel 2. Det danske Kreditindex.

Medio Aaret	De priv. Bankers Udlaan Mill. Kr.	Seddel- cirkula- tion Mill. Kr.	Tils. Mill. Kr.	Kreditindex		Detailpristal	Engros- pristal (Aars- gen- nem- snit)
				abs.	reduc. efter Folke- tal		
	1	2	3	4	5	6	7
1914.....	862.7	156.5	1019.2	100	100	100	100
1915.....	979.6	204.3	1183.9	116	115	116	142
1916.....	1343.9	245.0	1588.9	156	153	136	178
1917.....	1744.9	289.3	2034.2	200	192	155	247
1918.....	2337.0	365.3	2702.3	265	252	182	295
1919.....	3135.7	428.5	3564.2	350	ca. 310	211	306
1920.....	3523.9	541.2	4065.1	399	347	262	374
1921.....	3478.5	481.6	3960.1	389	331	237	250
1922.....	3121.6	432.3	3553.9	331	278	199	179
1923.....	2781.3	447.3	3228.6	317	263	204	201
1924.....	2630.8	470.3	3101.1	304	249	214	226
1925.....	2299.0	448.7	2747.7	270	219	219	212

Kreditindexet er beregnet paa Grundlag af de private Bankers Udlaan og Nationalbankens Seddeludstedelse medio Aarene. Disse Beløb er lagt sammen i Tabellens Kolonne 3, hvorved der er taget fornødent Hensyn til de til Udlandet ydede Laan, som anvendtes til Køb af Varer her i Landet, idet disse fremkommer enten paa de private Bankers Udlaan eller som en Forøgelse af Seddelcirkulationen, ligesom de i Betaling modtagne fremmede Valutaer eller Guldsendinger, der omveksledes med danske Kroner, medfører en Stigning af Seddelomløbet. Det er for at faa disse Forhold frem gennem Tallene, at jeg har valgt at anvende Seddeludstedelsen og ikke kun Nationalbankens Udlaan. Imidlertid paavirker disse, der praktisk talt udelukkende ydes til Bankerne, naturligvis Seddelmængdens Størrelse, og der fremkommer derved en Dobbelttælling. Men da Seddelbeløbet dels er en ringe Del af den hele Kreditmængde, dels en Aarene igennem næsten uforandret Andel, bliver denne Dobbelttælling uden Betydning for Forskydningerne i Kreditindexet. For de private Bankers Vedkommende er Laan til andre Banker saa vidt gørligt ikke medregnet i Udlaansbeløbene. Hvad angaar den Indflydelse, Ændringer i Sedlernes Omløbshastighed medfører for Tallenes Sammenlignelighed, skal det bemærkes, at der intet foreligger, der kan begrunde en Antagelse af nogen Forandring af Betydning i Omløbshastigheden. En saadan synes erfaringsmæssigt først at indtræde, naar Tilliden til Sedlerne bryder sammen (jfr. *Hahn: Zur Frage des sog. „Vertrauen in die Währung“, Skriftet „Geld und Kredit, S. 119*), og dette var jo paa intet Tidspunkt Tilfældet i de nordiske Lande.

Saa meget om Grundlaget for Beregningen af Kreditindexet. Fremgangsmaaden har iøvrigt været den, at i Tabellens Kolonne 4 findes anført Tallene i Kolonne 3, beregnede som Procenter af Tallet for medio Aaret 1914, medens i Kolonne 5 disse Tal er reduceret under Hensyn til Befolkningens Stigning i den behandlede Periodes Forløb, herunder Tilkomsten af den sønderjydske Befolkning. Denne Begivenhed giver dels nogen Usikkerhed ved Overgangen, men har naturligvis navnlig den Virkning, at den medfører en betydelig Stigning i Kreditindexet. Endelig indeholder 6. og 7. Kolonne henholdsvis Statistisk Departements Detailpristal ved Aarenes Midte og Finanstidendes Engros-Pristal paa samme Tider, undtagen for Aaret 1925, hvor Statistisk Departements Engros-Pristal, der først foreligger fra Januar 1925, er anvendt. Tabellens vigtigste Kolonne er altsaa Kolonne 5, og

sammenligner man den med Kolonnerne 6 og 7, vil for det første ses, at Krigsaarenes fremadskridende Prisreguleringer og Rationeringer holder Detailprisniveauet under Kreditindex, medens paa den anden Side Engros-Pristallet ligger over. Tages f. Eks. Aaret 1917 er Kreditindex: 192, medens Engros-Pristallet er 247, altsaa væsentlig over, hvad man skulde vente, hvis det var „Inflationen“, der havde fremkaldt Prisstigningen og ikke omvendt. Efter Krigens Afslutning i 1919 svinger derimod Kreditindexet op over Engros-Pristallet (naar undtages Aaret 1920, da det engelske Statskulmonopols exorbitante Priser sætter det danske Pristal mægtig i Vejret), og først efterhaanden som Krigsaarenes Afskrivninger og Likvidationer af de ydede Laan skrider frem, nærmer Talrækkerne sig igen hinanden, indtil der i 1925 næsten er fuld Overensstemmelse. Imidlertid har naturligvis Kreditudvidelsen, hvad enten den oprindelig er fremkaldt af Prisstigningen eller omvendt — siden er der altid en Vexelvirkning — sin Betydning for den Efterspørgsel, der kan iværksættes efter den fremmede Valuta, og det er da ogsaa i første Række til Belysning heraf, at Kreditindexet er beregnet; de fremsatte Bemærkninger om Købekraftspariteterne og om Forholdet mellem Prisniveau og Kreditmængde skulde navnlig tjene til at belyse den Gnidning, der i Krigsaarene var paa disse Omraader mod Retablering af den teoretiske Ligevægt, og som end mere nødvendiggør en ren analytisk Undersøgelse af Begivenhederne for at tilvejebringe nogen Indsigt i, hvilke Kræfter der var i Virksomhed.

Krigens 1ste Halvaar. Ved Lov 2. August 1914 fritoges Nationalbanken for at indløse sine Sedler med Guld; i en Skrivelse til Finansministeren af 31. Juli 1914 gør Banken opmærksom paa, at dens Guldbeholdning er 78 Mill. Kr. (hvilket er ca. 4 Mill. mindre end ultimo Juni), medens Seddelomløbet samtidig var 156 Mill. Kr. og Beholdningen af fremmed Valuta 30 Mill. Kr., saaledes at der var fundatsmæssig Dækning for Sedlerne, og — siges det — heller ingen Udsigt til at der i den nærmeste Fremtid skulde opstaa Vanskeligheder med Sedlernes Fundering, som ikke kunde klares ved kgl. Resolution i Henhold til Oktroien af 1907. Men det maatte i det hele anses for betænkeligt for Landets økonomiske Forhold, at Guldet blev taget ud af Banken, og denne fik derfor den ønskede Fritagelse. Ved Lov 6. August 1914 blev det endvidere forbudt at udføre Guld og Sølv her fra Landet.

Herefter kunde Guldet ikke mere hindre Vexelkurserne

i at stige, og ved Guldspærringsloven af 17. April 1916, der dog var uden afgørende praktisk Betydning, ophævedes Guldets normale Funktion som sættende Undergrænsen for Valutaernes Kurs. Den danske Krone var for mere end 10 Aar blevet en Papirmønt.

Dette viste sig nu straks ved, at Vexelkurserne for samtlige Pladsers Vedkommende umiddelbart efter Krigens Udbrud steg op over de tidligere Guldexportpunkter; men medens denne Stigning vedblev i Efteraarets Løb for £, \$ og Pariserfrancs, indtraadte der snart en kendelig Svaghed i Rmk., østrigske Kr. og Rubler. Næsten fra Krigens første Dag begyndte saaledes den haabløse Kamp for at holde de tre sidstnævnte Valutaer i Kurs, en Kamp, det navnlig for Reichsmarkens Vedkommende kostede Danmark meget store Summer at deltage i. Men som Forholdene laa i Efteraaret 1914 var de ulige Tilstande for Central- og Vestmagternes Valutaer over for den danske Krone kun Udtryk for, at den danske Krone var faldet mindre i Værdi overfor £ og \$ paa det internationale Valutamarked end Reichsmarken og den østrigske Krone. Thi selv om Omsætningen mellem Centralmagterne og Danmark var af ikke ringe Betydning i Krigens Begyndelse, var dette selvfølgelig ikke nok til at præge Centralmagtvalutaernes Værdi. Der vilde derfor forsaavidt være Grund til at betragte dette Forhold som nærværende Undersøgelse uvedkomment og alene at holde sig til Kronens Værdi overfor Dollaren. Naar dette dog ikke kan gøres, er Aarsagen ikke blot den, som allerede antydnet, at Spekulationen navnlig i den faldende tyske Mark kostede Danmark meget store Beløb, men langt mere den Omstændighed, at Centralmagterne for at afstive deres synkende Valuta foretog en omfattende Guldexport til de neutrale Lande, og at Danmark herigennem fik et legalt Grundlag for hele den Seddelpolitik, som Landet førte i Krigsaarene og Aarene derefter.

Den Bestyrtelse, som det vakte, at £ og \$ straks efter Krigens Udbrud gav sig til at stige, medførte, at der snart optoges Forhandlinger mellem Bankerne, Regeringen og Den overordentlige Kommission om dette Forhold, idet man navnlig fra Kornimportørernes Side gjorde gældende, at Mangelen paa disponible \$ medførte en Ferringelse af Tilførslerne af Korn og Foderstoffer, fordi disse i Amerika nu kun kunde købes kontant. Regeringen ønskede dog, sandsynligvis især fordi den mente at have anden og mere tvingende Brug for sin Kredit, ikke at træffe videregaaende Foranstaltninger, og Kom-

missionen meddelte under 27. August, at der efter Forhandling med de københavnske Hovedbanker „ikke for Tiden findes Anledning til Frygt for, at der ikke skulde have tilstrækkeligt Forraad af fremmed Valuta til Dækning af den i de nærmeste Maaneder fornødne Indførsel af Korn og Foderstoffer fra Udlandet, navnlig fra Amerika“. Regeringen havde dog forskaffet sig en Dollarkredit svarende til 4 Mill. Kr. til Hjælp til Betaling af de Kornvarer, Staten indførte, og en £-Kredit paa 84000 £ til Brug for Rentebetalinger paa Statsgælden (Finansministeren i Landstinget 1914—15, Sp. 889).

Overfor de store Forskydninger paa Betalingsbalancen, som fandt Sted i disse Krigens første Maaneder, var de nævnte Beløb uden Betydning, og Kronens faldende internationale Værdi lod sig da heller ikke standse hverken ved Optagelsen af disse Krediter og end mindre ved de Diskontoforhøjelser, der fandt Sted, da Satsen den 1. August hævedes fra 5 til 6 og den 4. fra 6 til 7 for dog allerede den 11. at blive nedsat til 6, den 6. Januar 1925 til $5\frac{1}{2}$ og den 10. Juli 1925 til 5 pCt. Nu som senere maatte det vise sig, at Diskontoændringerne kræver en lille Margin at virke paa for overhovedet at faa nogen Betydning. Overfor de store Bevægelser paa Kapitalmarkedet eller i Priserne faar en Diskontoændring af normal Omfang en neppe paaviselig Indflydelse, og de Fantasisatser, som man i Efterkrigsaaarene f. Eks. kom op paa i Tyskland, fik det heller ikke, fordi Betingelsen naturligvis er, at de øvrige Faktorer, der er eller sættes i Virksomhed, ikke er saa stærke, at de ganske ophæver Diskontoforandringens Virkninger.

Den Mangel paa fremmed Valuta, navnlig £ og holl. Fl., der opstod, tilskrives dels, at Landet havde store Finans-krediter at afvikle, navnlig overfor London og Paris, dels at der baade fra svensk og indirekte fra tysk Side var stærk Efterspørgsel paa vort Valutamarked efter Sterling og Francs (Verdensmarkedet og Danmark 1914, S. 261). Dette sidste uddybes nærmere af *Schovelin* (Folketinget, Overord. Samling 1914, Sp. 218), idet han siger, at der her er en livlig Efterspørgsel (efter £ og holl. Fl.) fra tyske Firmaer af den naturlige Grund, at baade de Tilførsler, de maa have over København, og de Tilførsler, de faar sydfra, ikke eller kun i ringe Grad kan betales med tysk Valuta, men maa betales med engelsk Valuta. Og naar de ikke kan betale med tysk Valuta, er det naturligt, at de, som de gør det i dette Øjeblik, ligefrem søger at

damptrawle de skandinaviske Lande for deres Valuta. Dette er naturligvis en af Aarsagerne til, at vi faar saa store Fordringer paa Tyskland, idet vi modtager tyske Mark i Betaling for £ og \$ m. v.

Hvad angaar det første Forhold: Finanskrediterne, har disse utvivlsomt spillet en Rolle, om end ikke nogen betydelig, og herfra stammende Vanskeligheder kan kun have været af forbigaaende Natur. I Dansk Industrieretning 1915—18, I., S. 3, siges det, at vi ved Krigens Udbrud havde en Finansgæld til udenlandske Bankhuse paa 150—200 Mill. Kr., som af disse var ydet den danske Handelsstand og Industri i Form af Rembours- og Blankokredit. I sin detaillerede Opgørelse over Danmarks Gæld til Udlandet pr. Januar 1915 (Tidsskrift for Landøkonomi 1915) anslaaer *M. P. Blem* Tallet til 70 Mill. inkl. Bankernes Vexel- og Rembourskredit, og der synes da heller ikke at være Tvivl om, at dette Tal ligger det rette meget nærmere end de 150 à 200 Mill. Kr. De Opgørelser, Nationalbanken foretog pr. Juli 1914 og Januar 1915 over de største Bankers Gæld og Tilgodehavender overfor Udlandet, viser en Gæld paa ca. 50 Mill. Kr. og dette Tal svarer ogsaa til Statistisk Departements Opgørelse pr. 1912.

Det synes da ogsaa urimeligt at antage, at private Firmers Gæld til Udlandet uden om danske Banker skulde være 3 à 4 Gange saa stor som Gælden gennem Bankerne, hvorimod et Gældsbeløb af 50 Mill. gennem Banker og 20 Mill. uden om disse giver et Forhold mellem de to Former for Gæld, der paa Forhaand maa synes naturligt. Det kan derfor vistnok siges, at selvom der har været en Del korte Penge, der ved Krigens Udbrud krævedes regulerede, og selv om Beløbet har været større end de 20 Mill. Kr., har det dog ikke været uoverkommeligt, saa meget mere som nogle skød sig ind under Moratoriet for udenlandsk Gæld, andre fik Udsættelse med Betalingen ved forskellige Former for Laan (*C. O. Henriques* i Nationaløk. Tidsskrift 1916); Tilbagebetalingen af disse Finanskrediter har derfor kun været en Aarsag mellem flere til Stramheden paa Valutamarkedet. Allerede mod Slutningen af August kan det jo, som allerede anført, siges af Den overordentlige Kommission i dens Meddelelse af 27. August 1914, at der ikke var nogen egentlig Mangel paa Valuta. Men straks ved Krigens Begyndelse har dels Sammenbruddet af den internationale Arbitrage, der navnlig fremkaldte den her i Markedet opstaaede Efterspørgsel efter Sterling, dels Indkaldelsen af de korte Krediter, baade fra tysk, engelsk og

fransk Side, i Forbindelse med en naturlig Nervøsitet og Tilbageholdenhed hos Indehavere af saadan Valuta, tilsammen fremkaldt Stigningen i Valutakurserne. At dette Forhold dog ikke blot her i Landet følte meget alvorligt, ses ogsaa af de særlige Foranstaltninger, som den engelske Finansminister og Bank of England i August foretog for at lette de engelske Exportører Diskontering af deres Trætter paa Udlandet (f. Eks. *H. C. Sonne: The City 1914/15*, S. 173).

Men selv om disse Forhold kan give en tilfredsstillende Forklaring paa Stigningen i de fremmede Valutaers Kurs i den allerførste Tid efter Krigens Udbrud, kan de ikke have været af afgørende Virkning Efteraaret og Vinteren igennem, da Kursstigningen stadig fortsatte sig. Undersøger man nemlig Betalingsbalancen i Tiden fra Krigsudbrudet til Nytaar 1915, viser der sig en Tilgang af Betalingsmidler, som under normale Forhold maatte have umuliggjort den Stigning i Vestvalutaernes Kurs, der kulminerede den 26. Februar 1915 med en Sterlingkurs paa 19,50 og den 1. Marts med en Dollarkurs paa 413,00; Pariserfrancs 78,50, medens Mark samtidigt var 83,90. Merindførselen i Aaret 1913 havde nemlig udgjort 140 Mill. Kr., medens der i 1914 var et Udførselsoverskud paa 70 Mill. Kr. Den sidste Halvdel af 1914 havde altsaa givet en Fremgang i Handelsbalancen overfor Udlandet paa mer end 200 Mill. Kr., idet Indførselen gik ned med 60 Mill. Kr. og Udførselen steg med 146 Mill. Kr. Samtidig var dog Indtægterne af Skibsfarten formindsket med 17 Mill. Kr. paa Grund af Standsningerne ved Krigens Udbrud, men ialt var der i disse Maaneder et ekstraordinært Beløb paa ca. 190 Mill. Kr. i fremmede Betalingsmidler til Stede. Beløbet skyldes for største Delens Vedkommende Udførselen af Heste og Hornkvæg til Tyskland, desuden den begyndende Udførsel af Konserver til dette Land, samt Udførselen af Lædervarer og Skotøj; ogsaa Udførselen af Flæsk til England steg, og for samtlige disse Varer var Priserne stigende, men af Fremgangen paa de 206 Mill. Kr. faldt næsten 190 Mill. Kr. paa Omsætningen med Tyskland. Nu var det dog saaledes, at Udlandets Betaling af de 190 Mill. Kr. fandt Sted paa usædvanlig Maade, idet over 100 Mill. dækkedes ved Tilbage-sendelse af danske Værdipapirer fra Udlandet; iøvrigt betaltes der med Deviser og Guld, og Kapitalflugten fra de krigsførende Lande kan med Sikkerhed antages at have medført, at der i Virkeligheden var et større Beløb til Raadighed end de ca. 190 Mill. Kr., saaledes at en Del af de Varer, der ind-

førtes i 1915, allerede nu blev betalt. Alligevel var der saa mange fremmede Betalingsmidler til Stede, at de private Bankers Tilgodehavender i Udlandet steg med 30 Mill. Kr. og Nationalbankens (inkl. Tilvæksten i dens Guldbeholdning) med 50 Mill. Kr. Bankerne havde saaledes ved Aarets Udgang meget store disponible Krav paa Udlandet, og Stigningen i de fremmede Valutaers Kurs kan da ikke være forarsaget ved Mangel paa fremmede Deviser, men andre særlige Forhold maa have gjort sig gældende.

I det Øjeblik Guldindløseligheden er suspenderet og Valutaen saaledes er blevet fri, vil dens Pris som enhver anden Vares bestemmes af Udbud og Efterspørgsel. Men naar de fremmede Valutaers Kurs her i Markedet fortsat maatte gaa op i Pris for at tilvejebringe Ligevægt mellem Udbud og Begær — det skal blot i forbigaaende bemærkes, at Bankerne utvivlsomt forstærkede Bevægelsen ved (som sædvanligt) i et opgaaende Marked at samle Beholdninger, som de atter reducere hen paa Sommeren 1915, da Kurserne gik ned — saa maa Betingelsen for, at dette kunde finde Sted, paa den ene Side være et begrænset Udbud, paa den anden Side Købernes stigende Vilje — og Evne — til at betale. Som Forholdene laa, maatte Udbudet trods det store Overskud paa den udenlandske Vareomsætning dog i nogen Grad være begrænset, fordi kun en mindre Del af Beløbet fremkom som disponibel Valuta, medens Størstedelen bestod af vore egne i Udlandet paa dette Tidspunkt uafsættelige Værdipapirer, desuden af Guld, som kun i ringe Omfang reexporteredes, og endelig fordi Bankerne blev liggende med en Del af de fremmede Betalingsmidler.

Det maa da undersøges, om der var en stigende Evne til at betale, d. v. s. om Købekraften angivet i danske Kroner var voksende. Til nærmere Belysning heraf meddeles omstaaende Uddrag af Nationalbankens Maanedsbalancer.

Som det vil ses, er fra ultimo Juli til ultimo August Udlaan (og Seddelcirkulation) steget med henved 40 Mill. Kr. Uddrag af Banker og Sparekasser i Løbet af August kan anslaaes til at have udgjort ca. Halvdelen heraf, altsaa omkring 20 Mill. Kr., og medens en Del af dette Beløb kan antages at være fremkommet som Følge af Hengemning af Sølv, hvoraf der ved Krigsudbruddet har cirkuleret ca. 20 Mill. Kr., hvortil kommer de af Nationalbanken i Løbet af August udleverede $3\frac{1}{2}$ Mill. Kr. Skille mønt, bliver det dog næppe for meget at regne med, at Købekraften her i Landet ved denne

Uddrag af Nationalbankens Maanedsbalancer 19¹⁴/15.

Mill. Kr.	31/7	31/8	30/9	31/10	30/11	31/12	31/1	27/2
Laan paa Borspapirer.....	10.6	19.5	18.7	17.3	16.7	13.8	13.0	12.1
Veksler paa Indlandet	59.4	85.7	74.8	80.5	64.9	63.4	47.9	44.8
Forskellige Debitorer.....	3.5	3.9	3.4	4.4	4.1	7.1	4.4	18.1
Tilsammen...	73.5	109.1	96.9	102.2	85.7	84.3	65.3	75.0
Tilgodehavender i Udlandet	14.1	28.3	44.9	50.9	47.1	37.0	32.4	31.3
Seddelcirkulation	156.5	194.2	211.3	224.2	211.1	206.7	194.0	199.3
Guldbeholdning	73.8	68.9	69.0	69.0	78.0	91.4	104.5	104.9

Nationalbankens forøgede Udlaansvirksomhed i Løbet af August er blevet udvidet med 20 à 30 Mill. Kr., idet utvivlsomt ogsaa en Del af Sedlerne blev gemt hen. I Nationalbankens Skrivelse af 24. September 1914 til Den kgl. Bankkommissær vedrørende Ændringer i Oktroien tales der som Aarsag til Stigningen i Seddelcirkulationen om, at denne Stigning „fornemmelig (skyldes), at den udenlandske Kredit nu er spærret for det hjemlige Næringsliv, der naturligt søger den erstattet hos indenlandske Banker, det vil sige til sidst Nationalbanken“. Som det fremgaar af nedenstaaende Tal over Bankernes Udlaan, maa der her nærmest være tænkt paa Nationalbankens Bistand til Afvikling af den korte Gæld til Udlandet. Endvidere kan Udlandet ved Belaaning af Papirer her o. l. have skaffet sig danske Kroner til de Køb af £ og \$, som forud er nævnt, selv om disse Deviser selvfølgelig ogsaa har kunnet købes og er købt for andre fremmede Betalingsmidler. Desuden trak Staten paa sine Tilgodehavender

Samlede Udlaan i Mill. Kr.

Ultimo	Privatbanken	Handelsbanken	Landmandsbanken	Tils.
Juli 1914.....	91.4	131.5	154.9	377.8
August 1914.....	86.5	132.2	158.7	377.4
September 1914.....	84.3	129.7	156.8	370.8
Oktober —	79.4	129.3	157.7	366.4
November —	79.5	138.1	163.9	381.5
December —	80.7	137.7	170.5	388.9
Januar 1915.....	86.3	144.5	171.7	402.5
Februar —	86.7	149.3	173.1	409.1

i de private Banker og tvang derved disse til forøget Redis-kontering hos Nationalbanken. Statens direkte Tilgodehavende i Nationalbanken androg ved Krigens Udbrud kun 3,4 Mill. Kr. For de private Bankers Vedkommende viser derimod Udlaansvirksomheden i de første Krigsmaaneder ingen nævneværdige Forandringer, men dog nærmest Nedgang, jfr. foranstaaende Oversigt over de samlede Udlaan i Privatbanken, Handelsbanken og Landmandsbanken.

Det synes herefter at kunne antages, at Nationalbankens Kreditudvidelse i de første Krigsmaaneder bidrog til Stigningen i de fremmede Valutakurser. Nøjere synes det ikke at kunne siges, thi selv om Købekraften i Mængde havde været uforandret, er det jo tænkeligt, at den havde vendt sig særligt imod Udlandets Varer for at sikre sig de truede Tilførsler heraf, og en uforandret Mængde Købekraft vilde da have kunnet foranledige en Stigning i Vexelkurserne. At en saadan Bevægelse har fundet Sted er utvivlsomt, og de forfaldne Krav fra Udlandet, der skulde dækkes, har selvfølgelig ogsaa bidraget hertil. Men at Valutastigningen er blevet lettet ved Kreditudvidelsen, kan ikke betvivles, selv om det bør bemærkes, at allerede før Krigens Udbrud havde Nationalbanken svært ved at holde de fremmede Valutaers Kurs nede, og at det derfor var at vente, at en Suspension af Guldindløsningen og Nationalbankens til Guld møntfoden knyttede Politik maatte give Mulighed for en Stigning i disse Kurser.

Men foruden at være medvirkende Aarsag til Kronefaldet i Krigens allerførste Maaneder, havde Nationalbankens Kreditudvidelse en anden og ligesaa betydningsfuld Virkning, nemlig den, at lægge Grunden til de private Bankers i November 1914 begyndte Kreditudvidelse, ved at sikre Bankerne, at de uden at være afhængige af Nationalbanken, altid havde tilstrækkelig mange Banknoter til at imødekomme Kravene om rede Penge under den stigende Udlaansvirksomhed.

Dette vil nu vise sig, naar man betragter Perioden August 1914—Februar 1915, da de fremmede Valutaers Kurs var stigende og kulminerede, under eet. Som det fremgaar af de to foranstaaende Tabeller, forøgedes Nationalbankens Seddelcirkulation paa Grund af Stigningen i Tilgodehavender i Udlandet og i Guldbeholdningen med ca. 45 Mill. Kr., medens de private Bankers Udlaan steg med ca. 30 Mill. Kr. Da Indsættelser og Udtræk i Sparekasserne for Perioden under eet ret nær dækker hinanden (Statistiske Efterretninger 1915, S. 74), og da Forholdene iøvrigt ved Periodens Udløb atter

var ved at falde i Ro (Nationalbankens Udlaan ultimo Juli og ultimo Februar er, som det vil ses, af samme Omfang), er det at forvente, at denne 75 Mill. store Forøgelse af Købekraften genfindes som Indlaan i Bankerne. Dette er ogsaa Tilfældet som nedenstaaende Tabel viser:

Samlede Indlaan i Mill. Kr.

Ultimo	Privat- banken	Handels- banken	Land- mands- banken	Tils.
Juli 1914.....	96.5	127.3	336.7	560.5
August 1914.....	89.3	137.6	335.3	562.2
September 1914.....	92.5	134.7	330.2	557.4
Oktober —.....	88.8	139.4	330.2	558.4
November —.....	97.0	147.4	339.6	584.0
December —.....	101.0	157.1	347.8	605.9
Januar 1915.....	112.8	156.3	346.6	615.7
Februar —.....	115.9	161.2	352.0	629.1

Idet der naturligvis maa tages Forbehold i Anledning af, at fuldstændig Samtidighed ikke kan ventes, og at der paa Grund af manglende maanedlig Bankstatistik kun opereres med de 3 private Hovedbanker, er Forholdene dog utvetydigt belyst gennem disse Tal, idet Indlaanene er stegne med ca. 68 Mill. Kr. i disse 3 Banker og der samtidig er en Stigning i Posten „Forskellige Kreditorer“ paa Nationalbankens Balance paa 7 Mill. Kr., tilsammen 75 Mill. Kr., svarende til Stigningen i Seddelcirkulationen + Stigningen i de 3 Bankers Udlaan. De private Banker har altsaa faaet Raadighed over Seddelforøgelsen. Overensstemmelsen i de her anførte Tal er — som det var at vente — meget nøje, fordi det Moment, der kunde tænkes at forstyrre, nemlig en Ændring i Pengenes Omløbshastighed, allerede er elimineret gennem den nævnte Hengemning af Sølv og Sedler. Iøvrigt maa det antages som allerede nævnt, at Sedlernes Cirkulationshastighed i de nordiske Lande Krigsaarene igennem ikke har undergaaet nogen betydningsfuld Forandring.

Udviklingen paa vort Penge- og Valutamarked i Krigens første Maaneder kan da kortelig karakteriseres saaledes: Sammenbrudet af de normale Betalingsformer nødvendiggjorde Nationalbankens Bistand i August, hvis ikke en fuldstændig Betalingskrise skulde være opstaaet. Samtidig og senere kom

Tilvejebringelsen af de nødvendige Midler til Statshusholdningens Førelse og efterhaanden Betalingen for Landbrugs-eksporten til Tyskland, som det laa uden for Mulighedernes Grænse at sige nej til under de Former, hvori det var Tyskland muligt at betale. Herved forøgedes Omsætningsmidlerne her i Landet, idet de tyske Mark, vi modtog, som paavist omsattes til danske Kroner. En Del af dem ombyttedes efter Nationalbankens Ønske med Guld for at afgive det fornødne Grundlag for Seddeludstedelsen og efter Tysklands Ønske for at hindre at Markkursen faldt ved, at disse Deviser blev udbudt, men dette var for saa vidt kun en formel Ændring, idet baade Deviser og Gullet nødvendigvis maatte ombyttes i danske Kroner i det Omfang, hvori de hidrørte fra danske Exportører, der naturligvis ønskede Kroner. Herved fremkaldes Forøgelsen i Nationalbankens Seddeludstedelse, og denne Forøgelse gaar forud for Stigningen i de private Bankers Udlaan¹⁾, saaledes som de foranstaaende Tabeller viser. Sedlerne gaar til de private Banker, hvis Likviditet derved sikres, saaledes at de er i Stand til at forøge deres Udlaan uden at behøve at befrygte ikke at kunne imødekomme deres Kunders Krav om at faa den Del af Udlaanene, der maatte ønskes, udbetalt i Banksedler. Dette betyder, at de private Banker kommer i Uafhængighedsforhold til Nationalbanken, der med Rette betvivler Diskontoforhøjelsens Virkning overfor denne Situation, hvor de private Banker „svømmer i Penge“. Kreditudvidelsen er saa at sige sat i System, og i den af den stigende Vareknaphed eller Forventning om Vareknaphed fremkaldte Prisstigning er der en naturlig Spore til en forsat Kreditexpansion.

Den samlede Krigsperiode. Som allerede nævnt, naaer £- og \$-Kursen et foreløbigt Maximum omkring Slutningen af Februar Maaned 1915, hvorefter der begyndte en nedadgaaende Bevægelse, der naaede sit laveste Niveau henimod Slutningen af Aaret 1917; Sterlingkursen var saaledes den 2. November 1917 gaaet helt ned til 13,00 og Dollar-kursen til 2,80; derefter gik Kurserne langsomt opad, men

¹⁾ Sammenholdes Kolonnerne 1 og 2 i Tabel 2 (S. 273), vil det da ogsaa ses, at Forholdet mellem Seddeludstedelsen og de private Bankers Udlaan er omtrent uforandret gennem hele Perioden, lidt højere ved dens Begyndelse og Slutning end i de mellemliggende Aar, formodentlig fordi Kreditudvidelsen i Krigsaarene i højere Grad end normalt hidrørte fra Finansiering af Udenrigshandelen, til hvilken der krævedes en forholdsvis mindre Seddelcirkulation.

havde dog, da de egentlige Krigsbegivenheder afsluttedes i November 1918, endnu ikke naaet de gamle Guldpariteter. Kurserne laa dog i Begyndelsen af 1917 endnu forholdsvis højt, og tages der Gennemsnit for fulde Aar, fremkommer der derfor en Stigning i Kronens ydre Værdi til og med Aaret 1918, medens det stadig stigende Detailprisniveau medfører et fortsat Fald i Kronens indre Værdi, saaledes som følgende Uddrag af Tabellen S. 270 viser:

Den danske Krones Værdi.

	ydre	indre
1914.....	100	100
1915.....	94	86
1916.....	104	74
1917.....	108	65
1918.....	112	55

Det første Spørgsmaal, der nu frembyder sig til Undersøgelse, er naturligt dette: Hvad er Aarsagen til, at de fremmede Valutakurser begyndte deres Vandring nedover ved Slutningen af Februar 1915? Forholdet mellem det danske og det engelske og amerikanske Prisniveau (Tabel I) skulde give en Forhaandssandsynlighed for, at Kronens ydre Værdi skulde gaa ned under den gamle Guldparitet, thi baade Engros- og Detailprisniveauet laa her over de amerikanske Prisniveauer og over det engelske Engrosprisniveau, medens ganske vist det engelske Detailprisniveau, formentlig paa Grund af tidligere og kraftigere Prisreguleringer og andre Restriktioner her i Landet, laa højere end det danske. Og selv om der var begyndende Vanskeligheder for Vareudvekslingen, var denne dog endnu saa vidt fri, at Vareomsætningens Vurdering af Valutaerne endnu maatte forventes at kunne gøre sig gældende. Imidlertid gik Kronens ydre Værdi ikke under, men steg tværtimod over den gamle Guldparitet. Forholdet synes nemlig at have været dette, at efter at de første Maaneders særlige Vanskeligheder paa Valutamarkedet var overstaaet, gav den svindende Import og de stigende Fragter sammen med den uforandrede Export Overflod paa fremmede Betalingsmidler, hvorved disses Pris trykkedes ned. Til nærmere Belysning heraf er i omstaaende Tabel anført Værdierne for Ind- og Udførsel og Ind-

tægten ved Fragtfart paa Udlandet for hvert af Aarene 1913—1924.

Tabel 3. Danmark.

Aaret	Indførsel	Udførsel	Merindførsel	Indtægt ved udenl. Fragtfart
	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.
1913.....	855	721	134	119
1914.....	795	867	÷ 72	102
1915.....	1157	1129	28	234
1916.....	1357	1309	48	395
1917.....	1089	1066	23	465
1918.....	946	758	188	563
1919.....	2605	1008	1597	565
1920.....	3243	1962	1281	553
1921.....	1697	1564	133	205
1922.....	1552	1283	269	190
1923.....	2031	1684	347	240
1924.....	2366	2154	212	270

Ser man foreløbig bort fra de øvrige Poster paa Betalingsbalancen, vil det ses, at Fragtindtægten var i Stand til at dække Merindførselen, og afgive et meget stort Overskud. Den stedfundne Formindskelse af Merindførselen skyldes Forskydninger baade i Mængde og i Priser. Til nærmere Belysning heraf er der i Tabel 4 beregnet Index for Import-

Tabel 4. Danmark.

Aaret	Pristal for Indførselsvarer	Importmængde-Index	Pristal for Udførselsvarer	Exportmængde-Index
	1	2	3	4
1913.....	95	100	95	100
1914.....	100	88	100	114
1915.....	128	100	146	102
1916.....	176	86	191	90
1917.....	264	46	195	72
1918.....	318	33	299	33
1919.....	325	89	311	43
1920.....	411	88	311	83
1921.....	211	89	233	88
1922.....	158	109	175	97
1923.....	181	125	174	128
1924.....	209	126	219	130

og Exportmængderne paa den Maade, at Værdierne for Ind- og Udførsel i Tabel 3 er divideret med de i Tabel 4 anførte Pristal, hvorved fremkommer to Rækker Tal, der angiver Mængderne. Disse Mængdetal er atter sat i Forhold til de tilsvarende Tal for 1913, og de saaledes udfundne Procenttal angiver Import- og Exportmængdeindex.

I 1914 gik Importen stærkt ned, men var atter i 1915 af samme Omfang som i 1913. Men Forholdet var i Virkeligheden det, at en stor Mængde Varer, der blev standsede i fremmede Havne ved Krigsudbruddet, først efterhaanden kom frem, og at en Del af den Import, der ellers vilde have fundet Sted i 1914 og ogsaa var betalt i dette Aar, derfor i Handelsstatistikken optælles for Aaret 1915. Man begaar næppe nogen stor Fejl ved at glatte Tallene i foranstaaende Kolonne 2 ud og antage, at naar Tallet for 1913 er 100, er det for 1914 f. Eks. 97, for 1915 92 og som anført for 1916: 86. Der er altsaa allerede i 1915 en ikke ringe Indførselsnedgang samtidig med en Export, der endog ligger over 1913, og for hvilke Priserne er høje. Tilsvarende Forhold genfindes for 1916, og da Indførselsvarernes Priser i 1917 gik op over Udførselsvarernes, var Exportmængderne forholdsvis saa overordentlig meget større end Importmængderne, at den ugunstige Prisforskydning derved ophævedes. I 1918 var Prisforholdet ugunstigst for Importvarerne, og da Mængderne i Ind- og Udførsel var sunket lige stærkt, fremkommer der en Stigning i Merindførselen.

De almindelige Ind- og Udførselsforhold i Forbindelse med de stærkt stigende Fragtindtægter afgiver altsaa allerede for 1915 Betingelser for en Nedgang i de fremmede Vexelkurser; naar denne Nedgang netop sætter ind i Marts 1915, skyldes det Forholdene paa Korn- og Foderstofmarkedet. Ude i Verden var Bombardementet af Dardanellerne begyndt, og Forventningen om, at Passagen til Sortehavet skulde blive fri, medførte en Mathed i Verdensmarkedets Priser paa samme Maade som efter Brest-Litovsk-Freden. Det er Historien om igen med den hemmelighedsfulde Dør i Strindbergs „Drømmespel“, som man sætter uhyre Bestræbelser ind paa at faa aabnet, og som fører ind til intet. Men ogsaa paa det hjemlige Marked indtraadte en stor Mathed i Priserne. Prisen paa Soya-kager, der i første Uge af Februar var 24.00 Kr., sank i 3die Uge af Marts til 19.00 Kr., Bomuldsfrøkager fra 21.75 til 18.00, Byg fra 27.75 til 24.00, Rug fra 28.00 til 27.50 o. s. v. Aarsagen hertil var naturligvis dels Prisfaldet ude, men dette Fald forstærkedes derved, at de meget store Ladninger, som man

under Nervøsiteten i Efteraaret 1914 havde bestræbt sig for at skaffe, nu ankom sammen med de forsinkede Ladninger, og der opstod derfor en fuldstændig Overfyldning af alle Lagre. Nedenstaaende Oversigt viser Ophobningen af Indførselen i første Halvaar 1915:

	1913 Mill. kg	1914 Mill. kg	1915 Mill. kg
Hvede, Rug, { 1. Halvaar.....	189	213	165
Byg, Havre { 2. —	222	103	78
Tilsammen...	411	316	243
Majs { 1. Halvaar.....	219	155	434
{ 2. —	186	91	259
Tilsammen...	405	246	693
Oliekager { 1. Halvaar.....	298	289	393
{ 2. —	295	154	190
Tilsammen...	593	443	583

Af Majs indførtes saaledes ligesaa meget fra Januar til Juli 1915 som i hele Aaret 1913, af Oliekager to Trediedele. Under disse Forhold med nedadgaaende Priser og store Tilførsler standsede Foderstofimportørerne deres Køb af Oliekager, og Nedgangen i denne for Valutamarkedet saa betydningsfulde Efterspørgsel fra denne Importgren efter Valuta til Rembouser bragte Omslaget til Gennembrud. Som altid forstærkedes Bevægelsen, bl. a. som anført ved, at Bankerne gav sig til at realisere af deres Valutabeholdninger, men dette var dog kun forbigaaende, og som Helhed gik Kurserne altsaa jævnt tilbage igennem de følgende tre Aar.

Det vil nu allerede fremgaa af Tallene i Tabel 3, at naar i Aarene fra Krigens Udbrud til Udgangen af 1918 Fragtindtægten overstiger Merindførselen med henved 1600 Mill. Kr., er der derigennem frembragt saa store Mængder af fremmed Valuta, at det sandsynligvis maa medføre et betydeligt Udbud og et Tryk paa Kurserne, uanset at Bankerne muliggør Optagelsen af Valutaen ved en Kreditudvidelse. Et Udtryk for Rigeligheden af Valuta faar man formentlig igennem en Undersøgelse af, hvorledes disse 1600 Mill. Kr. er anvendt, idet det da vil vise sig, at der er tilgodeset adskillige Formaal,

som man i et knapt Valutamarked ikke vilde kunde tage Hensyn til.

Til Belysning heraf skal da følgende anføres: Af de 1600 Mill. Kr. har skullet afholdes Udgifterne til Bunkerkul, indtagne i fremmede Havne og andre Skibsudgifter afholdte i Udlandet. Disse Udgifter har dog næppe været oppe paa normal Højde, bl. a. fordi der provianteredes herhjemmefra i større Omfang end normalt. Jeg har ganske skønsmæssigt ansat det paagældende Beløb til ca. 550 Mill. Kr. og Beløbet til Forrentning af Gæld til Udlandet til ca. 100 Mill. Kr. Tilbage bliver følgelig ca. 950 Mill. Kr., til hvilke er lagt ca. 700 Mill. Kr., der er det Beløb, som Statistisk Departement „efter foreliggende Holdepunkter“ anslaa Krigsaarenes Fortjeneste til ved „dansk Deltagelse i fremmede industrielle og Handelsforetagender, ved Forsikringsvirksomhed i Udlandet m. v.“ samt Provenuet af Overdragelsessummen for de dansk-vestindiske Øer (Statistiske Efterretninger 1921, Side 48). De vestindiske Øer var ved Overenskomst af 4. August 1916 overdraget til U. S. A. mod en Afstaaelsessum af 25 Mill. \$, der forfaldt til Betaling 90 Dage efter Ratifikation af Overenskomsten; Udvekslingen af Ratifikationsdokumenterne fandt Sted d. 17. Januar 1917. Herved naas et Beløb for Krigsaarenes Netto-Overskud overfor Udlandet paa ca. 1650 Mill. Kr. Men hertil kommer dog endvidere Kursfortjeneste paa de danske Værdipapirer i fremmed Eje, der kom hjem i Krigsaarenes Løb. Regner man (jvfr. C. O. Henriques i Nationaløk. Tidsskrift 1916), at der kom hjem for ca. 600 Mill. Kr. med en Fortjeneste¹⁾ paa selve Papirernes Kurs og paa Valutakurserne af ca. 10 pCt., vilde dette give et Beløb, som jeg sammen med Kapitalflugt fra de krigsførende Lande sætter til 100 Mill. Kr. I alt naar jeg altsaa til, at vi i disse Aar har haft for 1750 Mill. Kr. fremmede Betalingsmidler til Raadighed. Hvorledes er nu disse anvendt?

I første Række er Bankernes Krav paa Udlandet steget. Til Belysning heraf er der i nedenstaaende Tabel 5 paa Grundlag af de private Bankers og Nationalbankens Regnskabsopgørelser og med Støtte i de af Nationalbanken og Statistisk Departement foretagne Opgørelser af Kapitalbalancen overfor Udlandet foretaget en Sammenstilling af Bevægelsen i Bankernes udenlandske Tilgodehavender (inkl. Nationalbankens Guldbeholdning) for Perioden 1913—24. Det maa bemærkes, at

¹⁾ At der regnes med en saadan Fortjeneste skyldes kun, at de 600 Mill. Kr. er opgjort som Differencen mellem to Nominalbeløb.

Bankernes uensartede Maade at opgøre deres Regnskaber paa, før Bankloven af 1919 fra og med 1920 paabød en Fællesform (og selv da) saavel som den særlige Omstændighed, at Nationalbankens Opgørelser, der er anvendt til Støtte ved Bedømmelsen af Tallenes Tilforladelighed, har omregnet fremmede Møntsorter igennem Krigsaarene efter den gamle Paritetskurs, bevirker, at Tallene er delvis skønsmæssige. Tabellen viser imidlertid, at fra Krigens Udbrud til dens Afslutning har der været en Stigning i Tilgodehavenderne paa 575 Mill. Kr., fra

Tabel 5.

	De private Bankers udenl. Tilgodehav. (i fremmed Mønt)	Nationalbankens Korresp. i og Vexler p. Udlandet	Guld i Mønt og Metal	Samtlige Bankers udenl. Tilgodehav. (direkte i danske Kr.)	Tilsammen Tilgodehavender
ult.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.
1913.....	44	31	73	÷ ca. 75	73
1914.....	79	40	91	÷ ca. 65	145
1915.....	87	40	111	÷ ca. 50	188
1916.....	163	52	160	÷ 59	316
1917.....	113	55	174	114	456
1918.....	292	128	195	36	651
1919.....	173	70	227	÷ 239	231
1920.....	138	46	228	÷ 228	184
1921.....	74	52	228	÷ 196	158
1922.....	21	9	228	÷ 178	80
1923.....	÷ 21	16	210	÷ 173	42
1924.....	÷ 155	48	209	÷ 120	÷ 18

ca. 75 Mill. til 651 Mill. Kr. Da Tallene er Nettotal, vil det altsaa sige, at de danske Banker i Løbet af disse Aar har opsamlet Fordringer paa Udlandet til et Beløb af ca. 575 Mill. Kr. Endvidere er der i den behandlede Periode som nævnt kommet tilbage fra Udlandet af danske Obligationer et Beløb paa ca. 600 Mill. Kr., ca. 300 Mill. Kr. kan maaske antages at være medgaaet til Køb af fremmede Værdipapirer og til Køb af fremmed Valuta udenom Bankerne, saaledes at der altsaa herefter skulde blive ca. 300 Mill. Kr. tilbage, der skulde udgøre danske Næringsdrivendes direkte Tilgodehavender i Udlandet, vel navnlig i Form af Betaling for Varer, der var beordret men ikke leveret, og for hvilke Udlandet i stort Omfang krævede Betaling ved Ordrens Afgivelse.

Der har saaledes været Mulighed for Anvendelse af Valutaen til Formaal, som under normale Tider ikke vilde være kommet i Betragtning: Køb af fremmede Værdipapirer og fremmed Mønt, Forudbetaling af Varer i stort Omfang, Opsamling af store Valutatilgodehavender i Bankerne for disses egen eller for Kunders Regning.

Med Hensyn til Bankernes Opsamling af Valutaen er det allerede foran nævnt, at det i de første Krigsmaaned er fandt Sted for at sikre sig Beholdninger i et opadgaaende Marked. Senere er det i hvert Fald for Danmarks Vedkommende utvivlsomt, at en stor Del af Stigningen skyldtes Mangel paa andre Købere, hvorfor Valutaen gik til Bankerne. Baade for at klarlægge dette Forhold og for samtidigt at belyse, hvilken Betydning de særlige Laan, der ydedes Udlandet, havde for den hele Betalingsbalance, skal følgende Bemærkninger gøres:

Ifølge ovenstaaende Tabel 5 er der i Krigsaarene opsamlet et Merbeløb i fremmed Valuta i de danske Banker paa 575 Mill. Kr. Dette Tal omfatter de Tilgodehavender, der er opstaaet paa Grund af de i Krigsaarene ydede direkte Laan til de krigsførende Landes ledende Banker, dels før dels i Forbindelse

Tabel 6.

Laanet optaget	Laanets Størrelse	Heraf dækket i Guld	Af Laanet ydede		Laantager
			Nationalbanken	De priv. Hovedbanker	
	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	
December 1915 ..	30.0	15	30.0	—	Tyske Banker
Juni 1916	20.0	10	10.0	10.0	Tyske Banker
Juli 1916.....	30.0	—	10.0	20.0	Engelske Banker
August 1916....	30.0	—	7.5	22.5	Franske Banker
December 1916..	20.0	10	5.0	15.0	Tyske Banker
Februar 1917....	30.0	10	7.5	22.5	Tyske Banker
September 1917..	40.0	30	8.0	32.0	Tyske Banker
Oktober 1917 ...	4.5	—	0.9	3.6	Tyske Banker
November 1917..	30.0	—	6.0	24.0	Engelske Banker
December 1917..	22.5	10	4.5	18.0	Tyske Banker
December 1917..	6.3	—	1.3	5.0	Østrigske Banker
December 1917..	2.7	—	0.5	2.2	Ungarske Banker
Marts 1918	17.5	7.5	3.5	14.0	Tyske Banker
Marts 1918	3.5	—	0.7	2.8	Østrigske Banker
Marts 1918	1.5	—	0.3	1.2	Ungarske Banker
Juli 1918.....	10.5	4.5	2.1	8.4	Tyske Banker
Tils....	299.0	97.0	97.8	201.2	

navnlig med Handelsaftalerne med Centralmagterne i 1917—18. Det samlede Beløb af disse Laan kan ansættes til ca. 300 Mill. Kr., saaledes som det fremgaar af foranstaaende Oversigt, og det kan formentlig antages, at den allervæsentligste Del af saadanne Laan er indbefattet i dette Beløb.

Den samlede Opsamling i de danske Banker af fremmede Betalingsmidler bliver herefter ca. 275 Mill. Kr., et Beløb, der maa synes meget betydeligt.

Denne Undersøgelse kan formentlig sammenfattes derhen, at der i Krigsaarene var meget store Beløb i fremmed Valuta til Raadighed, større end Markedet paa normal Maade kunde optage, og der udøvedes derigennem et Tryk paa de fremmede Valutakurser. Paa den anden Side medførte den stedfundne Kreditudvidelse en forøget Efterspørgsel, og Nedgangen i Kurserne modvirkedes herigennem.

Det er dette Udbud og denne Efterspørgsel, der nu skal søges sammenlignet med de tilsvarende Forhold i Sverige og Norge for derigennem at naa til en forøget Belysning af disse Foreteelser.

b. Sverige og Norge.

Nedenstaaende Oversigt giver aarlige Gennemsnitstal for de tre skandinaviske Kroners Guldværdi, som er beregnet efter Dollarkurs, da Værdien maalt efter det indenlandske Prisniveau ikke skønnes anvendeligt i disse Aar til det her foreliggende Formaal, fordi Prisreguleringer, Tilskud og Restriktioner havde forskelligt Omfang i de 3 Lande.

Tabel 7.
De skandinaviske Kroners Guldværdi.

	Danmark	Sverige	Norge
1914	100	100	100
1915	94	96	95
1916	104	106	105
1917	108	119	112
1918	112	122	114
1919	89	97	91
1920	61	78	60
1921	66	83	55
1922	77	97	65
1923	68	99	61
1924	62	99	52

Tabel 8. Det svenske Kreditindex.

Medio Aaret	De priv. Bankers Udlaan Mill. Kr.	Seddel- omløb Mill. Kr.	Til- sammen Mill. Kr.	Kreditindex		Detail- pristal	Engros pristal ¹⁾
				absolut	reduceret efter Folketal		
	1	2	3	4	5	6	7
1914	2473.6	239.0	2712.6	100.0	100	100	108
1915	2647.1	293.3	2940.4	108.4	108	—	145
1916	2801.9	352.4	3154.3	116.3	115	139	185
1917	3457.7	466.0	3923.7	144.7	142	166	244
1918	4704.5	667.5	5372.0	196.2	190	219	339
1919	6040.9	728.0	6768.9	247.7	239	257	330
1920	6652.6	736.5	7389.1	272.4	260	270	359
1921	6403.5	678.8	7082.3	259.3	246	236	218
1922	5829.7	585.4	6415.1	236.5	224	190	174
1923	5081.0	586.2	5667.2	208.9	197	174	164
1924	4957.6	557.5	5515.1	203.3	191	171	158
1925	4768.5	522.9	5291.4	195.1	183	175	161

Disse Tal viser, at den norske Krone i Krigens Aar havde en lidt højere, den svenske Krone en betydelig højere Værdi end den danske. Udregner man nu, paa samme Maade som

Tabel 9. Det norske Kreditindex.

Medio Aaret	De priv. Bankers Udlaan Mill. Kr.	Seddel- omløb Mill. Kr.	Til- sammen Mill. Kr.	Kreditindex		Detail- pristal	Engros- pristal ¹⁾
				absolut	reduceret efter Folketal		
	1	2	3	4	5	6	7
1914	632.2	116.7	748.9	100.0	100	100	108
1915	710.3	138.2	848.5	113.3	112	117	137
1916	1133.9	220.8	1354.7	180.9	177	146	196
1917	1847.3	295.5	2142.8	286.1	277	190	287
1918	2907.4	371.2	3278.6	437.8	420	253	343
1919	3470.2	433.3	3903.5	521.3	496	275	334
1920	3955.9	440.7	4396.6	587.1	552	302	382
1921	3882.6	418.4	4301.0	574.3	532	293	294
1922	3353.4	384.7	3738.1	499.2	457	249	230
1923	2861.0	415.0	3276.0	437.5	398	236	230
1924	2449.4	382.0	2831.4	378.1	341	245	264
1925	2292.5	375.5	2668.0	356.3	319	259	258

¹⁾ 1914—20 Aarsgennemsnit, derefter medio Aaret.

ovenfor er sket for Danmarks Vedkommende, Kredittal for Sverige og Norge, saaledes som det er gjort i Tabel 8 og 9, kan man paa Grundlag af disse og den tilsvarende Tabel for Danmark (Tabel 2) sammenstille følgende Kreditindices for den her behandlede Periode 1914—18:

Kreditindex.

	Danmark	Sverige	Norge
1914	100	100	100
1915	115	108	112
1916	153	115	177
1917	192	142	277
1918	252	190	420

Disse Tal giver nu, forsaavidt angaar Forholdet mellem Danmark og Sverige, en Forhaands-Sandsynlighed for, at den danske Krone, som Tabel 7 viser, i disse Aar skulde staa under den svenske i Værdi, idet Kreditudvidelsen i Sverige i Aarene 1916—18 havde et Omfang, der var ca. 25 % mindre end i Danmark. Hertil kommer, at det Beløb i fremmede Betalingsmidler, der har været til Raadighed, maa antages at have været betydeligt større for Sveriges end for Danmarks Vedkommende, jfr. nedenstaaende Tal, der naturligvis kun giver en Del af Betalingsbalanceoverskudet (i de paagældende Landes Møntværdi):

Brutto-Indtægt ved Fragtfart ÷ Merindførsel.

	Danmark Mill. Kr.	Sverige Mill. Kr.	Norge Mill. Kr.
1913	÷ 13	145	59
1914	174	167	54
1915	206	430	283
1916	347	854	697
1917	442	899	237
1918	375	668	407
1914—18 Tils....	1544	3018	1678

Efter disse Tal har Sverige altsaa haft 3 Milliarder svenske Kroner til Raadighed mod Danmarks 1,5 Milliard danske Kro-

ner. Det synes herefter kun naturligt, at de fremmede Valutakurser i Sverige kom til at ligge lavere end i Danmark.

Da der i de beregnede Tal for Merindførslen indgaar en Exportværdi svarende til de til Udlandet ydede Laan, for hvilke der følgelig ikke fremkommer Valuta i Markedet, skal det til yderligere Sammenligning paa samme Maade som ovenfor for Danmarks Vedkommende anføres, at de svenske Bankers Krav paa Udlandet (jfr. Tabel 10) fra ult. 1913 til ult. 1918 steg med ca. 640 Mill. Kr., hvilket er ca. 65 Mill. Kr. mere

Tabel 10.

Ultimo	Sverige			Norge		
	Riksbankens og de priv. Bankers udenl. Tilgodehav.	Guldbeholdningen	Til-sammen	De priv. Bankers udenl. Tilgodehav.	Norges Banks Guldbeholdn. og udenl. Tilg.	Til-sammen
	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.
1913....	124.8	102.5	227.3	18.7	77.7	96.4
1914....	111.6	109.2	220.8	27.2	70.4	97.6
1915....	242.4	125.4	367.8	43.1	131.9	175.0
1916....	476.3	184.6	660.9	124.9	205.5	330.4
1917....	373.6	245.3	618.9	187.4	197.4	384.8
1918....	583.0	286.4	869.4	288.2	195.2	483.4
1919....	498.2	281.9	780.1	172.0	224.0	396.0
1920....	289.6	282.7	572.3	77.9	212.0	289.9
1921....	386.4	275.6	662.0	÷ 13.1	189.7	176.6
1922....	267.1	275.0	542.1	÷ 63.5	177.5	114.0
1923....	108.2	272.9	381.1	÷ 78.0	160.0	82.0
1924....	140.9	237.8	378.7	—	—	—

end Tabel 5 viser for Danmarks Vedkommende. Af Stigningen i de danske Tilgodehavender paa 575 Millioner Kr. hidrører, som nævnt, 300 Mill. Kr. fra Laan ydede Udlandet i danske Kroner, medens et tilsvarende Forhold ikke foreligger for Sveriges Vedkommende. Ifølge derom indhentede Oplysninger har Riksbanken overhovedet ikke ydet Laan til Udlandet i Forbindelse med Handelsaftaler, og de private Banker har ganske vist ydet saadanne Laan til betydelige Beløb, men kun for kort Tid (sædvanlig 2 til 4 Uger), og kun ved et eneste Tilfælde har saadanne Laan henstaaet over Aarsskiftet med et Beløb, der endda var betydningsløst. Herefter skulde altsaa hele den til Exportværdien svarende Valuta være indgaaet i

Markedet for Sveriges Vedkommende, og dette gør Overvægten over Danmark noget stærkere end Tallene i Oversigten nederst S. 294 umiddelbart viser.

For Norges Vedkommende ligger Forholdene mindre klart. Tiltrods for, at Kredittallet for Norge (Tabel 9) befinder sig væsentligt over det danske, holder den norske Krone sig i Krigsaarene i Niveau med den danske og endda snarest noget derover. Brutto-Indtægten ved Fragtfart ÷ Merindførsel giver som foranstaaende Oversigt viser et Beløb, der kun er lidet større end det danske, og som reelt er mindre, fordi en større Del af Beløbet for Norge end for Danmark skyldes Bruttofragten, fra hvilke Skibsfartsomkostningerne skal drages, forinden det disponible Beløb i fremmed Valuta fremkommer. Imidlertid er Forskellen dog formentlig i Realiteten ganske betydelig. I et Foredrag af Gunnar Jahn: Handelsbalancen og Prisniveauet (Statsøkonomisk Tidsskrift 1925) gives der forskellige Data til Bedømmelse af den norske Betalings- og Kapitalbalance overfor Udlandet i Krigsaarene — nogen periodisk Statistik over dette saare vigtige Spørgsmaal foreligger jo ikke for noget af Landene i Krigens Aar og derefter kun regelmæssigt aarligt for Danmark og med større Mellemrum for Norges Vedkommende —, og det kan formentlig af disse Oplysninger sluttes, at der i Krigens Aar har været et Beløb i fremmede Betalingsmidler paa ca. 2400 Mill. Kr. til Disposition for det norske Marked. Til Forklaring af, at Handelsbalancens og Skibsfartsoverskudets samlede Balancesum saaledes i Virkeligheden kun udgør en mindre Del af den samlede Fortjeneste paa Udlandet, siger Jahn: „Naturligvis maa man regne med, at dette beløb (Handels- og Skibsfartsfortjenesten) blev flerdoblet gennem spekulation og gennem verdigtigninger i utlandet“. Men hvis man kan regne med disse 2400 Mill. Kr. for Norge, er Beløbet i norske Kroner 650 Mill. Kr. større end det tilsvarende Beløb for Danmark, som ovenfor er ansat til ca. 1750 Mill. danske Kroner, og heri maa Forklaringen søges til, at de fremmede Valutakurser i Norge, trods den der stedfindende stærkere Kreditudvidelse, dog holdt sig paa Niveau med Kurserne i Danmark.

Med Hensyn til den Betydning, Laanene til Udlandet har haft i den heromhandlede Henseende, skal det anføres, at de norske Bankers Udlandstilgodehavender, som Tabel 10 viser, i Krigsaarenes Løb steg med ca. 400 Mill. Kr. Heraf skyldes — ifølge derom indhentede Oplysninger — ca. 200 Mill. Kr. Laan ydede Udlandet af Norges Bank og de private Banker. Beløbet er altsaa 100 Mill. Kr. mindre end for Danmarks Ved-

kommende og forøger saaledes de foran nævnte 650 Mill. Kr. til 750 Mill. Kr.

Den saaledes opstaaede Forskel imellem de tre skandinaviske Papirkroners Værdi gav Anledning til Fremkomsten af den saakaldte „Disagio“ paa danske Kroner, et Forhold, der overgangsvis fremkaldte megen Diskussion, og om hvilket der her skal gøres nogle Bemærkninger, forinden Fremstillingen gaar over til at omhandle de nærmere Aarsager til Kreditmængdens og Handelsomsætningens Uensartethed i de tre Lande.

c. „Disagioen“ paa danske Kroner.

I Henhold til en Overenskomst af 1905 mellem de tre skandinaviske Centralbanker opkrævede Nationalbanken et Gebyr for Anvisninger paa Norges Bank og Sveriges Riksbank. Dette Gebyr, der i Aarene 1910—11 udgjorde $\frac{1}{4}$ p. m., forhøjedes derefter til $\frac{1}{2}$ p. m. og i 1912 til 1 p. m. Forhøjelsen medførte en ikke ringe Stigning i Omfanget af Betalingsudligningen gennem Seddelløsendelse og Udførsel af Guldmønt. Saaledes steg Beløbet af fra Sverige tilbagesendte danske Sedler efter den svenske Riksbanks Statistik fra 15 Mill. Kr. i 1910 til over 35 Mill. i 1914, medens i Løbet af disse Aar Tilbage-sendinge af svenske Sedler herfra faktisk hørte op. Forholdet maatte væsentligst udlignes ved, at Nationalbanken her købte fremmed Valuta og overførte den til Sveriges Riksbank. I Mellemværendet med Norge var der derimod ingen Forskydninger; Udvekslingen af Sedler balancerede paa det nærmeste, og den Difference, der iøvrigt var i Norges Banks Favør, udlignedes dels ved Overførsler paa samme Maade som overfor Sverige, dels ved Guldsendinger, der i de nærmeste Aar før Krigen androg omkring 5 Mill. Kr. aarlig. Om det hele Forhold siger Nationalbanken i sin Beretning for 1913—14: „Balancen mellem Danmark og Sverige og Danmark og Norge har stadig været i Danmarks Disfavør, saaledes, at Banken gennem hele Bank-aaret har maattet dække Sveriges Riksbanks og Norges Banks Krav hovedsagelig ved Overdragelse af udenlandsk Valuta. Til Norge har Banken desuden oversendt 4 Mill. Kr. i Guld. Nationalbanken vil bestræbe sig for — naar rolige Tilstande vender tilbage — noget at raade Bod paa Ulemperne ved dette Forhold, som ingenlunde ene hidrører fra Resultatet af det egentlige Handelssamkvem imellem Danmark, Sverige og Norge.“ Nedenstaaende Tal viser, at vi i det direkte Samkvem med Norge ikke blot ikke havde Gæld, men et ikke ubetydeligt Overskud,

Tabel 11. Danmarks Merindførsel fra (÷) eller Merudførsel til (+).

	Sverige Mill. d. Kr.	Norge Mill. d. Kr.
1912.....	÷ 21.4	+ 17.8
1913.....	÷ 19.3	+ 19.6
1914.....	÷ 34.3	+ 11.9
1915.....	÷ 27.0	+ 4.9
1916.....	÷ 49.1	+ 29.3
1917.....	÷ 22.5	+ 73.8
1918.....	÷ 23.0	+ 81.7
1919.....	+ 38.1	+ 92.2
1920.....	+ 115.5	+ 118.7
1921.....	+ 17.8	+ 45.1
1922.....	÷ 20.0	+ 70.5
1923.....	+ 16.6	+ 36.5
1924.....	+ 39.5	+ 23.3

og Skævheden i Betalingsbalancen mellem Danmark og de to andre Lande skyldtes da naturligvis heller ikke Handelsbalancen med de respektive Lande, men den Maade, paa hvilken disse brugte Kjøbenhavn som finansiel Mellemstation. Det maa være hertil Nationalbanken sigter, naar den taler om, hvad den vil gøre, naar rolige Tilstande vender tilbage. Imidlertid lod disse jo vente paa sig, og da Krigen medførte en stigende Ulighed i de tre skandinaviske Kroners Værdi, antog Bestræbelserne for at holde den danske Krone paa Højde med de to andre først langt større Dimensioner end før og maatte siden opgives.

Det var navnlig Disagioen overfor den svenske Krone, der optog Sindene, dels fordi vor Indførsel fra Sverige var 4 à 5 Gange saa stor som fra Norge, dels fordi Forskellen mellem danske og svenske Kroner var meget større end mellem danske og norske (jfr. Tabel 7). I Efteraarsmaanederne 1914 laa Sterlingkursen (svenske og norske Kroner noteredes ikke i Kjøbenhavn før fra og med 1. Oktober 1918) her snarest lavere end i de to andre Lande; det var da naturligt, at disse søgte over Kjøbenhavn for at skaffe sig fremmed Valuta, og det ses da ogsaa, at Tilbagesendelsen af svenske Sedler, der i Nationalbankaaret 1913—14 udgjorde 359 Kr., i 1914—15 beløb sig til over 7½ Mill. Kr.; ogsaa i Tilbagesendelsen af norske Sedler var der nogen Stigning. Men efter Nytaar vendte Forholdet sig; nu laa Sterlingkursen stadig højest her, og Følgen

var den ganske naturlige, at danske Sedler under Guldindløsningens Ophævelse i stigende Grad gik til Sverige og Norge til Udligning af Betalingsmellemværender med og til Indkøb af fremmed Valuta i de to Lande. I Bankaaret 1914—15 maatte Nationalbanken indløse for mere end 53 Mill. Kr. danske Sedler fra Sveriges Riksbank og for mere end 10 Mill. Kr. fra Norges Bank. Til Hjælp ved Udligningen af disse Mellemværender sendtes der i Bankaarets Løb for $13\frac{1}{3}$ Mill. Kr. Guld til Sverige og for $17\frac{1}{3}$ Mill. til Norge. Bevægelsen fortsattes i det følgende Bankaar med paa det nærmeste det samme Seddelbeløb, og der sendtes for 15 Mill. Kr. Guld til Norges Bank. Men i Mellemtiden havde Sverige nægtet at modtage Guldet. Forinden dette fandt Sted, havde den svenske Riksbank den 9. Oktober 1915 nedsat sin Sælgerkurs for dansk Valuta under Pari og desuden foretaget en Nedsættelse af Indkøbsprisen for danske Sedler. Den sidste Foranstaltning kunde iværksættes, fordi Sedler efter Møntkonventionen ikke er lovligt Betalingsmiddel udenfor eget Land, og havde vel i nogen Grad til Hensigt at hindre det svenske Seddelømløb i at blive fyldt med danske (og norske) Sedler; thi saalænge disse cirkulerede betød de et til deres Paalydende svarende rentefrit Laan til det Land, hvorfra de var komne. Dog, dette kunde naturligvis kun være af sekundær Betydning, og naar Sverige ved Lov af 8. Februar 1916 gik videre og ophævede Riksbankens Forpligtelse til at købe Guld til Møntlovens Pris og privates fri Udmøntningsret, var denne Holdning fra svensk Side mindre foreskrevet af Hensyn til Seddelpolitiken end til Varepolitiken, idet Sverige mente, at de ved Guldforførselserne fra de to andre Konventionslande og fra andre Lande tilvebragte Tilgodehavender anvendtes til at formindske Sveriges i Forvejen knappe Vareforraad; men navnlig var Hensigten med den trufne Ordning den at søge at tvinge især Vestmagterne til at give Varer og ikke Guld i Betaling for den svenske Export, idet Guldspærringen ved at gøre Exportørernes Tratter vanskeligt anvendelige vilde bidrage til at sænke Kurserne paa de paagældende Importlandes Valuta.

Som det fremhæves i Nationalbankens Skrivelse af 1. Marts 1916 til den kgl. Bankkommisær havde nu disse Synspunkter mindre Betydning for Danmark, idet der dels bestod et bedre Forhold mellem Vestmagterne og Danmark end mellem Vestmagterne og Sverige, og man desuden ikke her nærede den samme Frygt for at faa for meget Guld, som man gjorde i Sverige, navnlig paa Grund af Nationaløkonomernes stadige

Hævdelse af den Fare, Guldstilstrømning betød for en voksende Inflation. Paa den anden Side var der selvfølgelig heller ikke for Danmarks Vedkommende nogen Grund til at fastholde en legal Pris paa Guld, der laa over hvad man paa Grund af Faldet i de fremmede Valutakurser kunde købe det til i det fri Marked, og under alle Omstændigheder vilde der opstaa et Misforhold, naar Sverige nægtede at modtage Guld til den hidtidige legale Pris, og dette i Stedet afgaves til Danmark (eller Norge) for her at ombyttes med Sedler, der gik til Sverige, og der blev optaget af den svenske Riksbank til stadig lavere Værdi. Ved Lov af 17. April 1916 blev der for Danmarks Vedkommende truffet Bestemmelser af tilsvarende Art som i den svenske Lov af 8. Februar, og ogsaa Norge sluttede sig hertil. Yderligere havde man paa en Seddelbankkonference i Stockholm den 23. og 24. Februar 1916 vedtaget, at ingen af de tre Centralbanker vilde sende Guld til en af de to andre uden paa Forhaand at have forhandlet med den Bank, hvortil Guldet skulde sendes, jfr. ogsaa Finansmin. Bkg. 25. Juni 1917.

Hermed var Guldets saa grundigt, som tænkes kunde, sat ud af det interskandinaviske Betalingssamkvem, og de Sendinger, der fandt Sted, skete ikke efter valutamæssige Hensyn, men under Hensyn til, hvad Sverige ønskede til Brug ved sin Seddeldækning. Og da den svenske Riksbank holdt sin Køberpris paa danske Sedler under Valutakursen, var der ogsaa spærret for Udligning gennem Seddeloversendelser. „Disagioen“ kunde nu frit udvikle sig i Overensstemmelse med de naturlige Kurser paa de tre Landes Mønt, og de særlige Foranstaltninger, man iværksatte fra dansk Side, som f. Eks. den i August 1917 af de danske Banker vedtagne Forholdsregel om ikke at købe fremmed Valuta i Sverige og Norge og ikke sælge svensk og norsk Valuta til Udlandet, blev selvfølgelig uden Resultat og bortfaldt snart, paa samme Maade som Tilfældet var med Nationalbankens Salg af svensk Valuta til Underpris til en Kreds af Importører. Banken siger herom i Beretningen for 1917—18: „Ogsaa en saadan Forholdsregel medfører jo en vis Vilkaarlighed, naar ikke den hele Importørkreds kan opnaa samme Vilkaar, og man har derfor ikke vedblivende kunnet praktisere den“.

Selv om „Disagioen“, fordi den var noget ukendt, vakte mest Forbavselse og Diskussion i Krigsaarene, var den dog dengang af langt mindre Omfang end siden hen (jfr. de i den svenske Riksbanks Aarbog indeholdte Oversigter over Køber-

kursen paa danske og norske Kroner), men blev efterhaanden forstaaet som en naturlig Følge af Papirkronernes ulige Værdi overfor Guldet.

B. Aarsagerne til Kreditudvidelsen.

a. Danmark.

Gaar man til en Undersøgelse af de bag ved Kreditudvidelsen liggende Aarsager, maa det erindres, at disse var i de fleste Tilfælde ikke af økonomisk, men af politisk Natur, baade ydre- og indrepolitisk, og for at faa et rigtigt Indtryk, navnlig af Nødvendigheden af de Foranstaltninger, der blev truffene, og som gav sig økonomisk Udslag, maa man holde sig Krigsaarenes særlige Tvangssituation for Øje.

Det kan da, hvad Forholdet udad til angaar, i Almindelighed siges, at Danmark saavel som andre neutrale Lande, for at opretholde deres Neutralitet ikke blot paatog sig store Militærbyrder til Neutralitetsværn, hvis Dækning tilvejebragtes ved Laan, der naturligvis kom til at paavirke Pengemarkederne, men de neutrale Lande maatte ogsaa finde sig i en Række Indgreb i den fri Vareudveksling, der hindrede den fulde Udnyttelse af de fremmede Markeder, maatte aflevere Tonnage og mente det nødvendigt at yde de krigsførende Lande Laan til Indkøb af Varer. Indad til bragte her i Landet Dyrtiden og den hele Uro, der socialt fulgte med Krigen, først store Udgifter til Understøttelser, senere omfattende Lønforhøjelser til Tjenestemænd og Arbejdere, altsammen Udgifter, der enten bidrog til at forøge Kreditmængden eller fastholdt den i det Omfang, den havde naaet.

Med Hensyn til Enkeltheder vedrørende samtlige disse Forhold henvises til mine „Økonomiske Oversigter“ her i Tidsskriftet. Det, der her skal behandles, er disse Forholds Indflydelse paa Pengevæsenet, i første Række paa Nationalbankens Seddeludstedelse, idet den tilgrundliggende Betragtning, der foran gentagende er gjort gældende, jo er den, at Nationalbankens Optagelse af de fremmede Deviser, Laanene til Udlandet og ved Krigens Slutning Laanene til Staten fremkalder en saa stor Seddelcirkulation, at de private Banker uafhængigt af Nationalbanken kan stille Kredit til Raadighed til Udnyttelse af de forretningsmæssige Muligheder, Verdensmarkedets stadige Prisstigning medfører.

Forskellige af disse Forhold er allerede ovenfor omtalt, og det vil derfor være naturligt her at begynde med en nærmere Redegørelse for de offentlige Finansers Indflydelse, der normalt er „Inflationens“ væsentligste Drivkraft.

For indledningsvis at give en almindelig Oversigt er i nedenstaaende Tabel 12 anført Statens og samtlige Kommuners løbende Udgifter og de opkrævede Skatter. Forskellem mellem disse Beløb angiver det Underskud, der skal dækkes ved Laan, ved Forbrug af Kassebeholdning o. s. v. eller som for Kommunernes Vedkommende i ikke ringe Omfang har kunnet dækkes ved at forhøje Indtægterne af de produktive Virksomheder.

Tabel 12.

	Statsfinanserne			Kommunernes Finanser		
	Løbende Udgifter	Opkrævede Skatter	Forskel	Løbende Udgifter	Opkrævede Skatter	Forskel
	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.
1913—14	111.4	94.8	÷ 16.6	93.4	74.9	÷ 18.5
1914—15	156.1	94.1	÷ 62.0	102.6	78.0	÷ 24.6
1915—16	185.2	115.1	÷ 70.1	115.3	88.5	÷ 26.8
1916—17	250.7	219.2	÷ 31.5	140.5	116.8	÷ 23.7
1917—18	368.6	357.3	÷ 11.3	187.5	170.9	÷ 16.6
1918—19	615.8	389.9	÷ 225.9	248.3	202.7	÷ 45.6
1919—20	532.6	560.9	+ 28.3	301.5	261.6	÷ 39.9
1920—21	555.2	526.7	÷ 28.5	344.7	331.1	÷ 13.6
1921—22	499.4	442.3	÷ 57.1	355.9	335.2	÷ 20.7
1922—23	432.0	380.1	÷ 51.9	330.8	299.8	÷ 31.0
1923—24	402.3	384.7	÷ 17.6	—	—	—

Det fremgaar nu allerede af denne Oversigt, at Underskudet for Kommunernes Vedkommende er ret konstant, og følgelig lettere har kunnet dækkes ved Erhvervsindtægter, hvorimod Statsfinansernes Underskud er stærkt svingende og blev desuden netop gennem Erhvervsvirksomhederne (Jernbaner, Post o. s. v.) stærkt forøget. Denne Kommunernes gunstigere Stilling laa naturligvis deri, at Militærudgifterne alene paahvilede Staten, og at denne praktisk talt ogsaa tog den hele Understøttelsesvirksomhed paa sig, og hvor den ikke bar samtlige Udgifter da i større Omfang end normalt refunderede Kommunerne deres Udgifter til Hjælpekasser, til Arbejdsløshedsunderstøttelse o. s. v. Men hertil kom, at medens Kommunerne optog Laan i det fri

Marked (hos Forsikringselskaber, hos Banker og Sparekasser og igennem Udstedelse af Obligationer), og i ikke ringe Omfang anvendte disse Laan til indtægtsgivende Virksomheder, optog Staten foruden de egentlig funderede Statslaan en svævende Gæld hos Nationalbanken igennem Overtræk paa sin Folio-Konto hos denne.

Betragter man nu Forholdene i de enkelte Krigsaar, kan det, som allerede bemærket (S. 282) anføres, at Staten ved Krigens Udbrud ikke havde Tilgodehavender af Betydning i Nationalbanken, men derimod ved Trækning paa sine Tilgodehavender i de øvrige Banker tvang disse til Rediskontering i Nationalbanken, hvorved dennes Vexelporfeuille steg stærkt. Om direkte Udlaan fra Nationalbanken til Staten var der derimod endnu ikke Tale. Men efter at der i Foraaret 1915 var traadt en Ordning i Kraft, hvorefter Nationalbanken kom til at fungere som Bankier for Staten, begyndte denne at overtrække sin Foliokonto i Banken og ved Udløbet af Bankaaret 1914/15 (³¹/7 1915) stod Staten i Debet med 20.3 Mill. Kr. I Finansaaret 1914/15 var der nemlig et Underskud paa det løbende Regnskab paa 34 Mill. Kr. I det sidste Fredsaar havde der været et Overskud paa 12 Mill. Kr., men Militærudgifterne var i 1914/15 68 Mill. Kr. eller næsten 40 Mill. Kr. højere end Aaret før. Til Dækning af dette Underskud havde Finanserne dels 10 Mill. Kr. udstedt som rentebærende Statsbeviser i Henhold til Lov af 2. August 1914, dels godt 21 Mill. Kr. Statsobligationer, der i Finansaarets Løb var udstedt i Henhold til Loven af 2. November 1914 om et Statslaan paa 60 Mill. Kr., saaledes tilsammen 31 Mill. Kr. Heraf var dog 16 Mill. Kr. medgaaet til Kapitaludgifter, saa der er meget god Overensstemmelse med, at der kort efter Tillægsperiodens Ophør var en Gæld til Nationalbanken paa 20 Mill. Kr. — I Finansaaret 1915/16 var Militærudgifterne gaaet op fra 68 til 86 Mill. Kr. og Understøttelser til de indkaldtes Familier og i Anledning af Arbejdsløshed m. v. havde forøget Indenrigsministeriets Budget med 5 Mill. Kr., og Budgettet var i det hele i Stigning paa Grund af Prisstigningen. Men Skatterne var ogsaa i Stigning og Underskuddet paa det løbende Regnskab blev derfor kun 43 Mill. Kr. Disse dækkedes rigeligt af de 60 Mill. Statsgældsbeviser i Henhold til Lov 9. Juli 1915 og af de 21 Mill. Kr., der yderligere udstedtes af Statslaanet af November 1914, selv om de 10 Mill. Kr. Statsbeviser af August 1914 tilbagebetaltes i Finansaarets Løb og medvirkede til, at de samlede Kapitaludgifter udgjorde

32 Mill. Kr. Der var saaledes et Overskud paa 81 ÷ (43 + 32) Mill. Kr. = 6 Mill. Kr. Finansministeriets Overtræk paa sin Foliokonto i Nationalbanken pr. 31. Juli 1916 viser da ogsaa Nedgang fra Aaret før, nemlig til 16,0 Mill. Kr. — Det følgende Finansaar 1916/17 viser meget store Stigninger paa Udgiftssiden. De militære Ministerier er nu tilsammen oppe paa et Budget af 107 Mill. Kr. og paa Finansministeriets Budget opføres Dyrtidstillæg til Tjenestemændene med næsten 18 Mill. Kr., og Tilskudene til Kommunerne i Henhold til Dyrtidslovene og Udgifterne til Statens Fremskaffelse af billige Næringsmidler bringer Indenrigsministeriets Budget i Vejret med 14 Mill. Kr. Paa den anden Side indbringer den overordentlige Indkomstskat 70 Mill. Kr. og Aarets løbende Underskud bliver derfor kun 8 Mill. Kr. Staten forbedrer iøvrigt i Finansaarets Løb sin Status meget betydeligt, dels ved Udstedelse af for 25 Mill. Kr. 1aarige Statsbeviser (Lov 15. Februar 1917), dels ved Udstedelse af for 75 Mill. Kr. dels 10-, dels 15aarige Statsgældsbeviser (Lov 13. November 1916), dels endelig ved Udstedelse af 15 Mill. Kr. Statsbeviser i Henhold til Loven af August 1914 og af de resterende godt 14 Mill. Kr. af Laanet af November 1914, der effektivt ialt gav 57 Mill. Kr. Disse Laaneindtægter i Forbindelse med Provenuet af Salget af de dansk-vestindiske Øer gav en samlet Kapitalindtægt for Finansaaret paa 241 Mill. Kr., hvoraf 47 Mill. anvendtes til Kapitaludgifter, saaledes at Kassebeholdningen forøgedes med 194 Mill. Kr. Ved Finansaarets Udgang havde Staten bragt sit Overtræk hos Nationalbanken ud af Verden og havde et Tilgodehavende paa 10,1 Mill. Kr. og den 31. Juli 1917 var Gælden til Banken kun 2,2 Mill. Kr. — Ogsaa det følgende Finansaar 1917/18 viser Balance, idet der er et Overskud paa det løbende Regnskab af 7 Mill. Kr., tiltrods for, at de militære Udgifter nu er naaet op paa 113 Mill. Kr., Dyrtidstillæg til Tjenestemænd paa 30 Mill. Kr. og tiltrods for, at de sociale Krigsudgifter paa Indenrigsministeriets Budget er gaaet op fra 18 til 102 Mill. Kr. Men Forøgelsen af de overordentlige Indkomstskatter dækker fuldt ud Stigningen, og af det Statslaan paa 60 Mill. Kr., der optoges i Henhold til Lov 14. November 1917, kan de 40 Mill. anvendes til Tilbagebetaling af de i forrige Finansaar udstedte Statsbeviser og Resten til andre Kapitaludgifter. Statens Overtræk i Nationalbanken udgjorde derfor ved Finansaarets Udgang kun 3,5 Mill. Kr., men allerede ved Bankaarets Slutning var dette Gældsbeløb vokset til 43,6

Mill. Kr. — Det følgende Finansaar (1918/19), det sidste Krigfinansaar, gav nemlig et meget betydeligt Underskud for Statsfinanserne. Militærudgifterne var ganske vist ikke meget højere end i de nærmest tidligere Aar og udgjorde ca. 120 Mill. Kr., men alle Budgetter var stigende paa Grund af Prisstigningen og Dyrtidsudgifter, og Befolkningens Forsyning med Levnedsmidler bragte Indenrigsministeriets Budget i Vejret med 200 Mill. Kr., op til ca. 320 Mill. Kr., og Dyrtidstillægget til Tjenestemændene udgjorde godt 40 Mill. Kr. Samtidig gik Udbyttet af Merindkomstskatten, der for dette Finansaar opkrævedes paa Grundlag af Indtægterne i Blokadeaaret 1917, stærkt tilbage og Underskudet paa det løbende Regnskab blev 154 Mill. Kr., jfr. ogsaa Tabel 12. Ganske vist optoges der Statslaan til en nominel Værdi af 180 Mill. Kr., nemlig 60 Mill. Kr. 10aarige Statsgældsbeviser i Henhold til Lov 15. Juni 1918 og 120 Mill. Kr. i Henhold til Lov 1. April 1919 (Rederlaanet), men det sidste jo først lige ved Finansaarets Udgang, og Statens Gæld til Banken var da den $\frac{31}{3}$ 1919 steget til 74,4 Mill. Kr., et Tal, der paa Grund af Udgifterne til Sønderjylland den 30. Juni 1919 var gaaet op til 134,7 Mill. Kr. — Det vil af den her givne Oversigt ses, at Statens direkte Overtræk i Nationalbanken først ved Midten af Aaret 1918 bliver af større Omfang, saaledes at man følgelig først ved Krigens Ophør kan tale om en „aktiv Inflation“ her i Landet. Men det blev paa den anden Side særlig skæbnesvangert, at Staten netop paa dette Tidspunkt i saa høj Grad maatte ty til Nationalbanken, fordi netop nu Udsigterne til, at Handelssamkvemmet atter kunde komme i Gang, naturligt forarsagede et stigende Krav om Kredit fra Erhvervslivets Side, og Kreditudvidelsen saaledes forceredes baade af de offentlige Finanser og det private Næringsliv.

Hertil kom Laanene til Udlandet, der ydedes dels mod Depot i Guld og Vexler, dels uden Depot som Kassekredit for de paagældende fremmede tyske, østrigske, engelske og franske Banker. Hensigten med disse Laan var i første Række at hjælpe Udlandet til Betalingsmidler for dansk Export. At denne Fremgangsmaade fremmede Kreditudvidelsen er uomtvisteligt, paa den anden Side maatte uden en saadan Kreditydelse, hvor Nationalbanken (og de private Hovedbanker) fik Tilgodehavender i danske Kroner, disse Banker have afkøbt Exportørerne deres Tratter — for saa vidt Export da overhovedet var kommet i Stand —, og Købekraften i danske Kroner vilde være blevet forøget.

i tilsvarende Grad, medens Bankerne havde siddet med Krav paa de i Værdi stadigt synkende Mark og østrigske Kroner, hvorimod de efter den Ordning, der blev truffet, havde Krav i danske Kroner og fik disse Tilgodehavender tilbagebetalt til sidste Øre.

I nedenstaaende Tabel 13 er af Nationalbankens Balance uddraget Statens Overtræk paa sin Foliokonto og de fremmede Bankers Konto Kurant-Gæld ved Udgangen at hvert Bankaar:

Tabel 13.

	Finans- ministeriets Foliokonto Mill. Kr.	Fremmede Banker Mill. Kr.	Tilsammen Mill. Kr.
31/7 1915.....	÷ 20.3	—	÷ 20.3
31/7 1916.....	÷ 16.1	÷ 40.5	÷ 56.6
31/7 1917.....	÷ 2.2	÷ 76.6	÷ 78.8
31/7 1918.....	÷ 43.6	÷ 93.3	÷ 136.9
31/7 1919.....	÷ 82.0	÷ 62.9	÷ 144.9
31/7 1920.....	÷ 28.4	÷ 9.1	÷ 37.5
31/7 1921.....	÷ 60.7	÷ 0.5	÷ 61.2
31/7 1922.....	+ 26.3	—	+ 26.3
31/7 1923.....	+ 3.4	—	+ 3.4
31/7 1924.....	÷ 24.7	—	÷ 24.7
31/7 1925.....	+ 10.6	—	+ 10.6

Ogsaa Udlaanene til de udenlandske Banker tager, som det vil ses, Fart med Krigens Ophør, især fordi Laanene da knyttedes sammen med de kvartaarlige Vareudvekslingsaftaler med Centralmagterne og indgik som Betingelse for, at vi fra disse Lande kunde faa de Varer, vi saa haardt trængte til. De 93,3 Mill. Kr., hvortil Udlaanene beløber sig pr. 31. Juli 1918, er endda ikke Maximum, som nogen Tid før naaedes med 118,1 Mill. Kr.

Det er disse Laan til Staten og til Udlandet, som i selve Krigsaarene udgør største Delen af Posten: Forskellige Debitorer paa Nationalbankens Balance og som sammen med de øvrige udenlandske Tilgodehavender (Vexler paa og Korrespondenter i Udlandet, herunder Guldbeholdningen) foranlediger Stigningen i Seddelcirkulationen. Sammenlægger man Tallene i Tabel 13 med de øvrige udenlandske Tilgodehavender, vil det vise sig, at der fra ultimo Juli 1914 til ultimo Juli 1919 paa disse Poster i alt var en Stigning paa

310,7 Mill. Kr., saaledes dækkende langt den største Del af Stigningen i Seddelmængden paa 372,1 Mill. Kr. Nationalbankens Udlaan til de private Banker var nemlig til langt hen i 1918 praktisk talt det samme som ved Krigens Udbrud; den indenlandske Vexelporfeuille, der pr. ultimo Juli 1914 var 59,4 Mill. Kr., var i Aarene 1915—18 30 à 40 Mill. Kr. og naaede først pr. ultimo Juli 1919 op paa 73,8 Mill. Kr. Paa lignende Maade var Laan paa Børsapirer praktisk talt uforandret igennem samtlig Krigsaar paa godt en halv Snes Mill. Kr., og naaede i 1919 op paa 25,7 Mill. Kr. Men dette betyder, at de private Banker uafhængigt af Nationalbanken har kunnet udvide deres Udlaan og dog uden Regres til Seddelbanken haft den fornødne Kassebeholdning i rede Penge, saaledes som det nærmere er omtalt ovenfor og som det fremgaar af nedenstaaende Oversigt over Bankernes Tilgodehavender paa Konto-Kurant i Nationalbanken, hvilket repræsenterer en væsentlig Del af deres Kassebeholdning:

Bankernes Tilgodehavende paa Konto Kurant
i Nationalbanken.

31/7 1914	.....	7.3	Mill. Kr.
31/7 1915	.....	14.4	— —
31/7 1916	.....	71.7	— —
31/7 1917	.....	87.7	— —
31/7 1918	.....	67.7	— —
31/7 1919	.....	90.8	— —
31/7 1920	.....	14.2	— —
31/7 1921	.....	45.9	— —
31/7 1922	.....	70.3	— —
31/7 1923	.....	34.8	— —
31/7 1924	.....	12.3	— —
31/7 1925	.....	44.3	— —

Krigsaarenes Kreditudvidelse blev saaledes her i Landet muliggjort gennem Nationalbankens Optagning af de fremmede Deviser, gennem dens Udlaan til Staten, hvilket dog først bliver af nogen Betydning ved Krigens Ophør, og gennem Udlaanene til Udlandet, som paa et tidligt Tidspunkt og med betydelig større Vægt øver Indflydelse. Da Nationalbanken ad disse forskellige Veje udvider sin Seddeludstedelse i stigende Omfang, kan de private Banker for deres Vedkommende udvide Udlaanene i Overensstemmelse med de stigende Priser uden at frygte Mangel paa Kontanter. Prisstigningen i Indlandet holdes til at begynde med nede ved Maximalpriser; men dette maa snart opgives, og Staten af-

køber nu Producenterne (navnlig Landbruget) deres Varer til en Pris, som svarer til Verdensmarkedets og sælger Varen paa det indenlandske Marked væsentligt billigere, idet den selv bærer Forskellen. Saalænge Skatter og faste Statslaan dækker de herved foranledigede Udgifter, medvirker Staten kun i mindre Omfang til Kreditudvidelsen, men da den almindelige Varemangel i alle Lande ved Krigens Afslutning bringer de Differencer, Staten efter den trufne Ordning for Levnedsmiddelforsyningen skal udrede, op paa uforudset store Beløb, bringes Statsfinanserne i Uorden, og Staten tvinges til at tage sin Tilflugt til Nationalbanken.

Da Krigen var ved at høre op, havde saaledes paa den ene Side Kreditudvidelsen taget et større Omfang end før, paa den anden Side skiftede nu vor gunstige Stilling overfor Udlandet, der havde bragt saa store fremmede Tilgodehavender paa vore Hænder. Tabel 3, S. 286, viser, at Fragtindtægterne kulminerede i 1918, samtidig med at Merindførselen tog til at stige, og samtidig var (jfr. Tabel 4) for første Gang Indførsels- og Udførselsmængder lige store, et Forhold, der i det følgende Aar gik i højeste Grad over i vor Disfavør. Selv om vi, som nærmere udredet S. 289, laa inde med betydelige Fordringer paa Udlandet, maa det dels erindres, at disse Krav svandt ind ved Værdiforringelsen i tyske og østrigske Tilgodehavender, dels at Kravene om Genopfyldning af de tømte Lagre m. m. medførte Begær om meget store Beløb i fremmed Valuta. Herved var Grunden lagt til det Fald i Kronens ydre Værdi, der i de nærmest følgende Aar kun delvis holdtes i Skak ved store offentlige Laan i Udlandet; hvad Prisniveauet i Indlandet angaar, hindredes dette i at gaa ned igennem en betydelig Forhøjelse af Arbejdslønnene i 1918 og af Lønningerne til offentlige Tjenestemænd i 1919, idet fra da af Arbejdslønnens Højde kædedes sammen med Detailpristallet, og en Nedgang i Arbejdslønnen derfor kun kunde ske efter en Nedgang i Pristallet, medens Lønningerne for Tjenestemændene sattes ikke lidet op og gjordes delvis afhængige af Pristallet. Siden hindredes en Kreditsammentrækning endvidere ved Nationalbankens og Statens Støtte til nødlidende Banker.

Endnu skal i denne Sammenhæng berøres et Forhold af stor Vigtighed, men hvis Betydning desværre unddrager sig nærmere talmæssig Bestemmelse; det er Spørgsmaalet om Mængden af de Varer, hvis Omsætning skulde formidles, i Forhold til Betalingsmiddelforsyningen. *J. Kr. Lindberg* har i

Valutakonferencens Betænkning (S. 318) søgt at bestemme Vareproduktionens Størrelse som et Multiplum af Kronens indenlandske Købeevne og Pengeindtægten i Landet. Bortset fra, at der synes at være Baand mellem Begivenhederne, idet Pengeindtægternes Stigning paavirker Kronens formindskede Købeevne og omvendt, tror jeg ikke denne Fremgangsmaade lader sig anvende, fordi Pengeindtægterne stammer fra hele Samfundets økonomiske Virksomhed, medens Kronens Købeevne beregnes fra et Faatal af Varer, der kunstigt holdes nede i Pris, d. v. s. Kronens Købeevne bliver paa denne Maade for høj, og Multiplikationen giver for stor en Vareproduktion, hvilket ogsaa synes at fremgaa af de meddelte Tal, der for Krigsaarene viser en Vareproduktion paa indtil 24 pCt. mere end i 1914. Det er allerede ovenfor gentagne Gange anført, at Ind- og Udførselsmængderne i Krigsaarenes Løb stadig formindskedes, til de i 1918 kun udgjorde $\frac{1}{3}$ af det normale; samtidig var Flæskeproduktionen saa at sige hørt op, Smørproduktionen gaaet ned til langt under Halvdelen af, hvad den var før Krigen og Høstudbyttet væsentligt forringet; Antallet af Afgrøde-Enheder, der i 1909—13 var 5.40 Mill., var i 1915: 5.34; 1916: 5.23; 1917: 4.03 og 1918: 4.38 Mill. Men ogsaa den industrielle Produktion var, at dømme efter Arbejdsløshedstallene, i flere af Krigsaarene overmaade reduceret, hvilket ogsaa maatte blive Tilfældet under den svigtende Tilførsel af Raa- og Hjelpestoffer. Tages saaledes Gennemsnit af Arbejdsløshedsprocenterne for Aarene 1911—13 som det normale med 8.2 pCt., var Tallet i 1914: 9.9; i 1915: 7.7; i 1916: 4.9, men derefter stærkt stigende fra 9.2 i 1917 til 17.4 i 1918. Det synes efter disse spredte Kriterier neppe urimeligt at antage, at den samlede Varemængde, der skulde omsættes — navnlig paa Grund af Nedgangen i Engros-Handelen — efterhaanden i Krigens Løb gik ned til henimod Halvdelen af det normale; naar denne Nedgang ophørte i 1918, har ogsaa det Begær, der herved fremkom om Kredit til Indførsel og Produktion, bidraget til den Forringelse af Kronens Værdi, der da satte ind. Iøvrigt maa det synes paafaldende, at Kreditudvidelsen ikke fik en endnu mere prisdrivende Virkning, naar henses til Vareformindskelsen, men Forklaringen maa formentlig være den, at Varerne i de Dage omsattes langt hyppigere end normalt, og der derfor krævedes en langt større Mængde Betalingsmidler til Omsætningen end ellers.

b. Sverige og Norge.

Medens det som paavist for Danmarks Vedkommende i selve Krigsaarene i væsentlig Omfang var Laanene til Ulandet, der frigjorde de private Banker for Afhængighedsforholdet til Nationalbanken og muliggjorde det for dem at lade deres Udlaansvirksomhed følge med Prisstigningen, forelaa tilsvarende Udlaan ikke fra den svenske Riksbanks Side. Dette er nærmere omtalt ovenfor S. 295, og det skal tilføjes, at der heller ikke er ydet Staten Laan, idet ifølge indhentede Oplysninger „Staten ikke i et eneste Tilfælde har overtrukket sin Konto i Riksbanken. Statens Konto har altid udvist betydelige Tilgodehavender“. Men da de svenske Privatbanker udvidede deres Udlaansvirksomhed navnlig mod Krigens Slutning, om end i væsentlig langsommere Tempo end de danske (Oversigten S. 294), maa det Spørgsmaal opstaa, paa hvilken Maade de da har erhvervet sig de fornødne Krav paa Riksbanken for at kunne have Sedler nok til denne Udlaans-Udvidelse. Det maa da i første Række frembyde sig til Undersøgelse, om Riksbanken i højere Grad end Nationalbanken har rediskonteret Vexler for Privatbankerne, thi hvis det er Tilfældet, vil Privatbankerne jo herigennem faa Dispositionsret over de fornødne Sedler. Til Belysning af dette Spørgsmaal giver Tabel 14 de tre skandinaviske Bankers Vexelportefeuille ved Aarenes Udgang, idet bemærkes, at hverken Nationalbanken eller Norges Bank giver Oplysning om, hvor stor en Del af Vexelportefeuillen der stammer fra Rediskontering, men i hvert Fald er det for Nationalbankens ligesom for Riksbankens Vedkommende den alt overvejende Del.

Nu viser disse Tal, at Riksbankens Vexelportefeuille under Krigsaarene er lavere end normalt, men dog ved Udgangen af 1918 væsentligt højere, idet den samlede Portefeuille ligger 120 og Rediskonteringen 60 Mill. Kr. højere end ultimo 1913, medens Stigningen for Nationalbanken kun er knap 20 Mill. Kr. Men det er altsaa ikke alene ad denne Vej, at de svenske Privatbanker i Krigsaarene fik Sedler, selv om Stigningen i Vexelportefeuillen har bidraget til, at den svenske Seddelcirkulation fra ultimo 1913 til ultimo 1918 steg fra 234.5 til 813.5 Mill. Kr. (jfr. ogsaa Tabel 8, S. 293), medens Nationalbankens Seddelomløb steg fra 151.6 til 450.0 Mill. Kr., saaledes forholdsvis set ikke saa stærkt som Riksbankens. For dennes Vedkommende skyldes Seddelmængdens Stigning desuden Laan paa Obligationer, der udgjorde 16.1 Mill.

Tabel 14. De skandinaviske Seddelbankers indenlandske Vexelportefeuille.

Ultimo	Nationalbanken Mill. d. Kr.	Sveriges Rigsbank Mill. sv. Kr.		Norges Bank Mill. n. Kr.
		Ialt	heraf redisk.	
December 1913.....	39.0	157.3	138.9	59.0
— 1914.....	63.4	174.9	158.6	99.6
— 1915.....	55.0	113.6	96.1	66.4
— 1916.....	57.2	121.6	94.5	114.3
— 1917.....	33.6	186.3	111.2	170.9
— 1918.....	56.0	280.3	200.1	249.4
— 1919.....	176.9	453.4	412.8	343.8
— 1920.....	187.7	541.2	450.3	440.3
— 1921.....	136.7	525.1	464.3	412.9
— 1922.....	249.6	432.6	331.4	359.3
— 1923.....	212.3	435.8	344.6	323.5
— 1924.....	186.9	454.8	361.4	244.3

Kr. ultimo 1913 og ved de følgende fem Aars-Afslutninger henholdsvis 39.1; 21.8; 52.1; 120.8 og 180.2 Mill. Kr., medens Nationalbankens Laan paa Børspapirer gennem disse Aar holdt sig næsten uforandret paa 10 à 15 Mill. Kr. Resten af Seddelstigningen skyldes for Rigsbankens Vedkommende Guldkøbene (jfr. Tabel 10, S. 295), hvorved Guldbeholdningen pr. ultimo 1918 var naaet op til 286.4 Mill. Kr. eller næsten 200 Mill. Kr. mere end ved Krigens Begyndelse. Da Nationalbankens Guldbeholdning i Løbet af samme Tidsrum kun stiger med godt 100 Mill. Kr., har Riksbankens Indkøb af Guld altsaa betydet det samme for Tilvæksten i den svenske Seddelcirkulation, som de af Nationalbanken til udenlandske Banker ydede Laan gjorde for den danske (jfr. Tabel 6). Men da Riksbankens indenlandske Udlaan var større end Nationalbankens, blev Stigningen i dens Seddelomløb altsaa større. Samtidig laa dog den svenske Diskonto højere end den danske og forandredes ret hyppigt, jfr. omstaaende Tabel 15.

Nu kan det næppe antages, at det er denne ringe Overvægt i den svenske Diskonto over den danske, der i Krigsaarene holdt de svenske Bankers Udlaansvirksomhed længere nede end de danskes, og heller ikke Mangelen paa Sedler, thi Stigningen i Riksbankens Belaaning af Obligationer og Udvidelsen af Diskonteringen ultimo 1918 viser, at Riksbanken ikke, saa lidt som nogen anden Seddelbank, nægter de private Banker de til deres Drift fornødne Sedler. Aar-

Tabel 15. Diskontosatser.

		National- banken	Sveriges Rigsbank	Norges Bank
1914	1. August	6	5 ¹ / ₂	6
	3. —	6	6 ¹ / ₂	6
	4. —	7	6 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂
	11. —	6	6 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂
	20. —	6	6 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂
	28. —	6	6	5 ¹ / ₂
1915	6. Januar	5 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂
	26. Maj	5 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂	5
	9. Juli	5	5 ¹ / ₂	5
	13. December	5	5 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂
1916	1. Maj	5	5	5 ¹ / ₂
	10. —	5	5	5
	29. —	5	5	4 ¹ / ₂
	18. Oktober	5	5	5
	10. November	5	5 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂
1917	28. September	5	6	5 ¹ / ₂
	12. December	5	7	6
1918	1. Februar	5	6 ¹ / ₂	6

sagen til den svagere svenske end danske Kreditudvidelse synes da at maatte søges andre Steder og ligger formodentlig i, at den svenske Udenrigshandel baade før Krigen og under denne i Penge ikke havde større Omfang end den danske (jfr. Tabel 3, S. 286 med omstaaende Tabel 16). En nærmere Undersøgelse af disse Forhold vil nemlig vise, at de private danske Bankers Udlaan i 1914 var af omtrent samme Størrelse som Værdien af Indførselen (ca. 800 Mill. Kr.), medens de svenske Bankers Udlaan udgjorde 2474 Mill. Kr. overfor en Indførselsværdi paa kun ca. 730 Mill. Kr. Den Stigning i Indførselens Værdi, der fandt Sted, maa derfor, idet den medfører et omtrent lige stærkt stigende Behov for Betalingsmidler til at financiere Importen i de to Lande, forholdsvis set bringe Betalingsmiddelforsyningen meget stærkere i Vejret i Danmark end i Sverige. Det ses da ogsaa (Tabel 2 og Tabel 8), at fra medio 1914 til medio 1918 stiger de danske Bankers Udlaan med 1475 Mill. Kr., men de svenskes med 2231 Mill. Kr. eller med henholdsvis ca. 180 og ca. 90 pCt. Dette Forhold var endnu mere udpræget i de første Krigsaar, hvor Indførselsværdierne fulgtes ret nær ad og nærmest laa højere i Danmark end i Sverige. Men hertil kommer et andet Forhold, nemlig dette, at i Sverige kan

Tabel 16.

	Sverige			Norge		
	Indførsel	Udførsel	Indførsels- overskud	Indførsel	Udførsel	Indførsels- overskud
	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.
1913	847	817	30	552	393	159
1914	727	772	÷ 45	567	410	157
1915	1143	1316	÷ 173	868	677	191
1916	1139	1556	÷ 417	1354	988	366
1917	759	1350	÷ 591	1661	791	870
1918	1233	1350	÷ 117	1253	755	498
1919	2534	1576	958	2584	782	1802
1920	3314	2278	1036	3033	1247	1786
1921	1259	1097	162	1464	638	826
1922	1114	1154	÷ 40	1314	787	527
1923	1295	1142	153	1343	831	512
1924	1425	1261	164	1548	1064	484

Financieringen af Indenrigshandelen i stort Omfang gaa for sig ved Trækning paa egne Tilgodehavender, fordi de store Valutabeløb, som Udenrigshandelen bragte hjem, blev omsat og indsat i Bankerne. Desuden var Riksbankens Seddeludstedelse som nævnt af meget stort Omfang, og ogsaa dette har naturligvis bidraget til at skabe Indlaan og dermed et mindre Krav om Udlaan.

Den svagere svenske Kreditudvidelse synes saaledes ligesom den svenske Krones bedre Stilling end den danskes at skyldes den gunstigere Stilling i udenrigshandelsmæssig Henseende, som Sverige indtog, aldenstund Danmark til sin Export maa have en betydelig Indførsel, og naar den glipper, som Tilfældet var, standser ogsaa Exporten og dermed Fortjenesten paa Omsætningen med Udlandet. Men Sverige kunde fortsætte sin Træ- og Malmexport og endda som ved Foranstaltningerne i Februar 1916 tiltvinge sig Varer, og Omsætningen med Udlandet gav dog et meget stort Overskud, en ringere Kreditudvidelse og en højere Kronekurs end i Danmark.

Det maa ogsaa antages, at det er de gennem Udenrigshandelen indvundne store Fortjenester i Forbindelse med Riksbankens betydelige Seddelemmission, der har medført den ovenfor omtalte forholdsvis ringe Diskonteringsvirksomhed fra Riksbankens Side. Og i denne Sammenhæng bør det anføres, at

selv om den svenske Statskasse ikke direkte kunde trække paa Riksbanken paa samme Maade som Tilfældet var i Danmark, var Banken dog paa forskellig Vis Staten behjælpelig ved Tilvejebringelse af Laan, ikke blot ved at være Deltager i Konsortier, der overfog faste Statslaan, men ogsaa ved at diskontere Riksgældskontorets Vexler. Det ses saaledes af de Oplysninger, der findes i Riksgældskontorets 1. Aarbog (1920), at Kontoret i 1914 optog et Hypoteklaan i Riksbanken paa 23 Mill. Kr., i 1917 en Vexelkredit paa 58 Mill. Kr. og i 1918 paany en Vexelkredit paa 165 Mill. Kr. Men herudover optoges der Vexellaan med Riksbankens Hjælp, enten „ved at Riksbanken direkte stillede Kredit til Riksgældskontorets Raadighed, eller ved at Riksbanken i sin Egenskab af Riksgældskontorets Kommissionær solgte Vexler til Almenheden, Banker, Statsinstitutioner m. fl.“ (den anførte Aarbog S. 16). Denne Fremgangsmaade lagde naturligvis et betydeligt Pres paa Riksbanken, bragte Diskonteringsbeløbet i Vejret og dermed Seddeludstedelsen, og Betænkelighederne herved blev saa store, at Riksgældskontoret den 30. Maj 1918 traf en Kreditaftale med 23 Privatbanker om, at der til Kontorets Raadighed skulde stilles et Beløb paa 550 Mill. Kr., svarende til det Beløb, Rigsdagen for 1917 og 1918 havde bevilget til Finansieringen af Befolkningens Forsyning med Levnedsmidler og Brændsel. Herved lagdes der Beslag paa Bankernes Midler, og de Penge, der normalt var anbragte i Levnedsmiddelhandelen m. v., førtes paa denne Maade tilbage til deres naturlige Anvendelse, medens de tidligere havde været „hjemløse“. Dette var ganske vist et almindeligt Statslaan, men et kortfristigt, og det afgørende blev, at hele Beløbet blev tilbagebetalt i Løbet af 1920, saaledes som det nærmere skal omtales under Behandlingen af Efterkrigsaaarene.

Norge er det af de tre Lande, hvor Krediten efter de her foretagne Beregninger udvidede stærkest, jfr. Tabel 9, S. 293. Saa lidt som i Danmark har Seddelbankens direkte Udlaan til Staten dog haft nogen afgørende Betydning for Bankernes Udlaansvirksomhed i selve Krigsaaarene, idet der, ifølge indhentede Oplysninger, alene foreligger Overtræk fra Statens Side i Norges Bank med 14,8 Mill. Kr. pr. ultimo 1916 og 0,4 Mill. Kr. pr. ultimo 1919. Derimod har Udlaanene til Udlandet været ret betydelige (jfr. Oversigten S. 315).

Ogsaa de norske Banker havde saaledes udlaant store Beløb til Udlandet, om end ikke saa store som de danske; paa den anden Side er Norges Banks Udlaan større end Na-

Ultimo	Norges Bank Mill. Kr.	Private Banker Mill. Kr.	Tilsammen Mill. Kr.
1916.....	11.9	—	11.9
1917.....	210.2	—	210.2
1918.....	165.4	28.2	193.6
1919.....	43.0	26.9	69.9
1920.....	21.4	—	21.4
1921.....	1.3	—	1.3

tionalbankens, og bl. a. af denne Grund er det norske Seddelomløb steget fra 116 Mill. Kr. medio 1914 til 433 Mill. Kr. medio 1919, medens Nationalbankens steg med ca. 50 Mill. Kr. mindre, nemlig fra 156 til 428 Mill. Kr. Men yderligere viser Tabel 14, at Norges Banks Diskonteringsvirksomhed, navnlig i de senere Krigsaar, tog et meget betydeligt Omfang samtidig med og som Følge af den stærke Stigning i de private Bankers Udlaan. Sammenholder man Tabel 2 og Tabel 9 vil det ses, at medens de private Banker i Danmark fra 1914 til 1919 firedoblede det udlaante Beløb, blev dette næsten seksdoblet i Norge.

Om Stigningen i Diskonteringen efter Krigens Udbrud siger Norges Bank i sin Beretning for 1914: „Naar Diskonteringen efter Krigens Udbrud steg saa stærkt, hidrører dette fra, at Norges Bank ved Rediskontering støttede de private Banker og Sparebanker rundt omkring i Landet i al fornøden Udstrækning, ligesom den ogsaa ydede Laan til Kommuner til Indkøb af Fødevarer“. I det hele maatte selvfølgelig Forsyning med Varer for et Land som Norge, der ikke kan brødføde sig selv, være af største Betydning, og det kan da ogsaa antages, at det er dette Hensyn, der ligger bag ved Bankernes stærkt stigende Udlaansvirksomhed. Hvis man sammenholder Tallene for Indførselen i Danmark og Norge (Tabel 3 og Tabel 16), vil det ses, at de norske Tal i 1916 var paa Højde med og i 1917 og 1918 laa væsentligt over de danske, og Financieringen af denne store Import har da naturligt krævet en betydelig Udvidelse af Bankernes Udlaansvirksomhed.

For at faa et omtrentligt Billede af Indførselen i de tre Lande, uden Hensyn til Forandringerne i Pengenes Værdi og de ulige høje Valutakurser, er i nedenstaaende Tabel 17 meddelt Tallene for Indførselens og Udførselens Vægt:

Tabel 17.

	Danmark		Sverige		Norge	
	Indførsel	Udførsel	Indførsel	Udførsel	Indførsel	Udførsel
	Mill. t.	Mill. t.	Mill. t.	Mill. t.	Mill. t.	Mill. t.
1913.....	7.8	1.5	8.5	16.0	4.9	4.2
1914.....	7.5	1.4	7.9	12.6	5.1	3.7
1915.....	8.1	1.3	8.3	14.4	5.7	3.8
1916.....	7.4	1.3	9.0	13.9	5.8	3.3
1917.....	4.2	0.8	3.7	10.9	3.3	2.1
1918.....	3.8	0.6	4.2	9.6	3.3	1.9
1919.....	5.3	0.7	4.5	8.8	4.1	1.9
1920.....	5.7	1.1	6.1	11.1	4.2	2.9
1921.....	5.5	1.0	3.9	8.7	2.7	2.0
1922.....	7.3	1.2	5.5	12.8	4.1	3.4
1923.....	8.8	1.5	7.2	12.7	4.4	3.4
1924.....	9.9	1.7	8.5	13.9	5.0	3.6

Disse Tal kan naturligvis paa Grund af Varernes store Uensartethed ikke sammenlignes fra Land til Land og kun med alt Forbehold fra Aar til Aar. Men de giver dog et formentlig tilforladeligt Billede af de Forskelligheder, som den i nærværende Afsnit foretagne Undersøgelse synes at vise har været medvirkende til Kreditudvidelsens Omfang i de tre Lande, nemlig at den norske Import forøgedes stærkere end Importen i de to andre Lande, og at den svenske Udførsel holdt sig væsentlig bedre end Exporten fra Danmark og Norge.

Hermed er Undersøgelsen over Forholdene i de egentlige Krigsaar tilendebragt, og denne Undersøgelse synes at vise, at Bankernes Udvidelse af deres Kredit i det hele ikke overstiger, hvad Prisstigningen paa Verdensmarkedet og de stærkt stigende Tilførselsomkostninger for de oversøiske Varer betinger, og at den indenlandske Prisstigning derfor ikke skyldes nogen „aktiv Inflation“. Paa den anden Side er Kreditudvidelsen i Danmark og Norge større end i Sverige, fordi disse Lande dels behøver, dels har Mulighed for at forskaaffe sig større Tilførsler fra Udlandet end Sverige, og denne større Kreditudvidelse bringer i Forbindelse med et mindre Udbud af fremmed Valuta den danske og norske Kronens ydre Værdi ned under den svenskes.

Til en vis Grad kan Betragtningen naturligvis siges at bevæge sig i Ring, fordi Stigningen i Indførselens Værdi ved

Sammenligningen mellem Forholdene i de tre Lande anses som medvirkende til Kreditudvidelsens Omfang, medens det paa den anden Side kan siges, at netop Kreditudvidelsen muliggør den forøgede Import. Naar det alligevel synes mig berettiget at gaa frem som sket er, ligger det deri, at efterhaanden som Krigen skred frem, var det stadigt vanskeligere at udvide Indførselen, fordi den af de allierede i stigende Omfang begrænsedes igennem Restriktionerne. Indførselen laa saaledes fast, og den Kredit, der optoges hos Bankerne, var i ikke ringe Omfang bestemt af, hvilke Mængder det i det hele var muligt at indføre til de Priser, som disse smaa Lande var uden Indflydelse paa. Naturligvis har der indenfor denne Grænse dog kunnet udvises et forskelligt Skøn, og det kan ikke omtvistes, at Sverige udviste større Tilbageholdenhed, havde Opmærksomheden stærkere henvendt paa den pengepolitiske end varemæssige Side af Spørgsmaalet end Danmark og Norge. Alt i alt bliver Forskellen dog ikke stor, idet danske og norske Kroner i Sverige igennem hele Krigsperioden som Regel kun noteres nogle faa Procent og kun ganske overgangsvis lidt over 10 pCt. under deres Paritet.

Som Aarsag til denne den svenske Krones gunstigere Stilling er foruden den ringere Kreditudvidelse anført den større Tilgang paa fremmede Betalingsmidler. Normalt vil Tilgangen paa fremmede Betalingsmidler netop dække, hvad der kræves til at betale Udlandet for leverede Varer og ydede Tjenester, enten Betalingsmidlerne fremkommer gennem normale Modydelser eller ved Laan. Men ogsaa her kommer Krigsaarenes særlige Indførselsvanskeligheder ind og medfører, at de neutrale Lande saa at sige staar med Mængder af Penge i Haanden uden at kunne faa Lov til at købe for dem, men maa sætte Menneskene paa indskrænket Forbrug af de nødvendigste Livsgoder og sulte Dyrene eller slaa dem ned. De store Fragtindtægter i Forbindelse med den ringe Merindførsel eller endog Udførselsoverskud giver paa denne Maade et „Overskud“ af fremmede Betalingsmidler, der trykker Kurserne paa den fremmede Valuta og i øvrigt viser sig ved, at der ved Krigens Slutning forefindes store Pengekrav paa Udlandet.

Men foruden disse store Krav paa Udlandet, der hurtigt brugtes op, overførtes der fra Krigsaarene til Aarene derefter den hele Kreditmængde, som det var meget vanskeligt at holde Styr paa. Tværtimod var den som et indespærret Dyr, der faar sin Frihed: Krigsrestriktionerne i Udenrigs- og Indenrigs-

handelen havde indskrænket det Omraade, Købemidlerne kunde anvendes overfor; nu udvidedes Omraadet og den saa længe indespærrede Foretagsomhed bragte i Forbindelse med de skiftende Prisorhold de store Fremstød og de større Nederlag. For selve Krigsaarene var Kreditudvidelsen i de skandinaviske Lande i Sammenligning med de øvrige Kræfter, der var i Virksomhed, utvivlsomt af forholdsvis mindre Betydning; sin største Betydning fik den ved at skabe en latent Købekraft, der blev gjort effektiv, da Krigsaarenes Forhindringer forsvandt.

I det følgende Afsnit skal der som Afslutning paa Fremstillingen gives et ganske kort Rids af Begivenhederne i de nærmeste Aar efter Krigen, betingede som de var af de særlige pengemæssige Forhold, de egentlige Krigsaar havde ført med sig.

3. Efterkrigsaarene.

A. Danmark.

a. Aarene 1919 og 1920 til Konjunkturomslaget.

Den 9. November 1918 brød den tyske Hær sammen, og efter at Vaabenstilstanden var undertegnet den 11. November, paabegyndtes de Forhandlinger mellem de Allierede, der førte til Fredsdiktatet i Versailles af 29. Juni 1919. Kvæletaget om den tyske Civilbefolknings Strube løsnedes ikke før Fredstraktaten var underskrevet, men overfor de neutrale blev Forholdene ret snart bedre, ikke mindst fordi de Allierede laa inde med betydelige Forraad af Varer til Forsyning af Hærene og nu ønskede at skille sig af med disse Varelagre. Som et Led i denne Afsætningspolitik fra de Allieredes Side maa ogsaa ses den i de første Maaneder af 1919 fra amerikansk Side iværksatte Diskussion om København som Central for Forsyningen af Midt- og Østeuropa med Levnedsmidler og andre Varer. Dette Reklameforetagende lykkedes alt for godt, for saa vidt som der her indkøbtes store Varemængder paa Basis af Forventningerne om „København som Stapelplads for Østersøen“, under Paastanden om, at Danmark nu havde sin Besøgelsestid til at blive en Storhandels-Nation. Det var en Art Efterkrigspsykose, der greb Sindene og som Bankerne ikke mente at skulle eller ikke kunde beherske, og Udlaansvirksomheden undergik en voldsom Udvidelse, fra 2300 Mill. Kr. medio 1918 til 3100 Mill. Kr. medio 1919, og videre til 3500 Mill. Kr. i 1920. Sam-

tidig steg Nationalbankens Udlaan paa de forskellige Udlaansposter inkl. Forskellige Debitorer fra 210 Mill. Kr. den 31. Juli 1918 til 284 Mill. Kr. 1919 og 355 Mill. Kr. i 1920.

Men bortset fra den særlige Varestrøm, vi paa denne Maade fik ind over os, betød Vaabenstilstandsafslutningen desuden, at alle Krigstidens Tilførselsrationeringer ophævedes, og fra 9. Juli 1919 var praktisk talt de Handelsoverenskomster, der havde fastsat Rationerne, ophævede. Varer, der tidligere var købt, og Varer, der nu indkøbtes til Udfyldning af de tomte Lagre, bragte Indførselstallene til at stige samtidig med at Udførselen var næsten uforandret, fordi Svinebestanden var slaaet ned, og det først var muligt efterhaanden at bringe Køernes Mælkeydelse op igen paa det normale efter den alvorlige Sulteperiode i Vinteren 1918—19. Indførselsværdierne steg og i nogen Grad Indførselsmængderne, medens Udførselen i 1919 kun var lidet større end i det sidste Krigsjaar.

Forinden nu disse Forhold søges nærmere analyserede i Fortsættelse af den for Krigsaaene foretagne Undersøgelse, skal det endnu nævnes, at medens Verdensmarkedets Prisbevægelser under Krigsaaene i stadig stigende Grad mistede deres Indflydelse paa vor Vareomsætning med Udlandet, fordi Tilførslerne ikke kunde overstige de knapt tilmaalte Rationer i Handelsoverenskomsterne, maatte en Prisstigning, da Tilførslerne atter kunde foregaa, faa den sædvanlige forcerende Indflydelse paa Importen. Og Forholdet ude var ved Krigsafslutningen det, at Priserne, da Krigens Ophør var i Sigte, begyndte at falde under en almindelig Forventning om, at Fredens Indtræden økonomisk vilde betyde en Genoptagelse af den produktive Virksomhed. Saaledes holdt Verdensmarked-Priserne sig uden Forandring paa deres Højdepunkt fra August til November 1918 og faldt derefter til Marts med næsten 10 pCt. Men i de Forenede Stater, hvis Penge- og Prispolitik nu var bleven afgørende for Verdenspriserne, fandt ingen Kreditsammentrækning Sted, Diskontosatserne holdtes uforandrede lave, navnlig af Hensyn til de offentlige Finanser, og da det store Victory loan fremlagdes i Maj 1919 og i stort Omfang optoges af Federal Reserve Bankerne, stimuleredes derved den ny Prisstigning, som allerede da var paa Vej. Den kommercielle Kredit udvidedes yderligere og en ny voldsom Prisstigning finder Sted til hen i Sommeren 1920, da de meget stærke Diskontoforhøjelser omkring Nytaar 1919—20 begynder at virke, støttede af en Krise, der begyndte i Øst-Asien ved at den kinesiske Befolkning som Protest mod

den japanske Politik overfor Kina boykottede japanske Varer; derved opstod Prisfald i Japan, faldende Sølvr priser og følgelig forringet Købeevne i Øst-Asien og Indien. Men Amerikas Eksport til Øst-Asien havde netop da taget et stort Opsving, og de Vanskeligheder, der nu opstod, forstærkedes ved en kraftig Kreditindskrænkningspolitik fra Federal Reserve Bankernes Side, og Priserne gav sig til at falde. Fra Amerika sprang Krisen over til Europa, og paa mindre end et Aar faldt Verdenspriseniveauet med næsten 50 pCt.

Denne voldsomme Prissvingning bidrog paa sin Vej opad til den stigende Efterspørgsel her i Landet efter fremmed Valuta, fordi Ønsket om at deltage i denne sidste Krigskonjunktur over alt var stor og støttedes af Bankernes Udlaanspolitik, og bragte siden paa sin Vej ned ad Begæret efter Valuta til fuldstændigt at dø ud, saaledes at vi f. Eks. fik et Fald i Sterlingkursen paa 7 Kr. fra 25,83 den 25. November 1920 til 18,85 den 25. Januar 1921, d. v. s. nøjagtigt i Løbet af to Maaneder. Dette var de ændrede psykologiske Virkninger Indflydelse paa Valutakurserne i Renkultur, men da alle øvrige økonomiske Faktorer ikke kunde betinge saa lav en Kurs, steg den paany.

Spørgsmaalet om den danske Papirkrones Værdiforringelse var nu blevet et „Valutaspørgsmaal“, ikke blot fordi Vekselkurserne viste klart for Alverden, at den danske Krone var stærkere deprecieret end den svenske, £ og Dollar m. fl., medens der under Krigen dog altid havde været den Trøst overfor Dyrtiden, at Kronen stod højere end Vestvalutaerne, og det hele Spørgsmaal om Møntens Værdiforringelse derfor blev uklart. Men vi havde ogsaa faaet et „Valutaspørgsmaal“ af den Grund, at med den genoptagne Vareudveksling kom Valutakursernes Bevægelse til at paavirke Importens Omfang og Eksportens Konkurrenceevne, og efter Prisreguleringsforanstaltningernes Ophævelse det indenlandske Prisniveau i et helt andet Omfang end under Krigen. Samtidig med, at der nu efter Krigens Afslutning opstod Mangel paa fremmede Betalingsmidler, kom det for Indlandets Vedkommende til en uhammet Prisdannelse, der hurtigt indstillede sig efter Kurserne paa den fremmede Valuta, et for Danmark ganske særligt Forhold, fordi vore Levnedsmidlers Pris i Indlandet i højeste Grad er afhængig af Sterlingkursen; men denne indenlandske Prisdannelse var, blandt andet paa Grund af de særlige Lønningsmaader efter Pristal, en kraftig Støtte under det Niveau, der var ansat af Kursen paa de fremmede Valutaer.

Manglen paa Betalingsmidler fremkom ved, at der for de to Aar 1919 og 1920 var en Merindførsel paa nær op mod 3 Milliarder Kr., hvoraf Fragtfarten, hvis Bruttobeløb var paa godt 1 Milliard, følgelig kun har kunnet dække en ringe Del. Denne store Merindførsel var en Følge af, at Varerne, der var købt og betalt i Krigsaarene, nu strømmede ind, men ogsaa en Følge af, at Lagrene var udtømt, at der krævedes Gødning og Foderstoffer til Landbruget, at der som nævnt spekuleredes i Afsætningsmarkeder syd- og østpaa, og tillige en Følge af Prisstigningen i 1919—20. Men det er trods alt dette værd at bemærke, at Mængden af de indførte Varer hverken i 1919 eller i 1920 rundt regnet naaede op til mere end 90 pCt. af Indførselsmængderne i 1913, og at de uhyre Værdibeløb følgelig skyldtes Prisstigningen, der bragte Pristallet for 1919 op til over tre Gange Grundtallet og for 1920 til over fire Gange. Paa den anden Side var Eksportmængderne i 1919 end ikke oppe paa Halvdelen af det normale og naaede først i 1920 op imod Indførselsmængden, og Pristallet for Eksporten laa i 1919 lidt under, i 1920 væsentligt under Pristallet for Importen. Medens der med Hensyn til de nærmere Enkeltheder iøvrigt i Vareomsætningen i disse Aar skal henvises til det handelsstatistiske Oversigts-Tabelværk for 1914—19 og til Tabelværkerne for de enkelte Aar, skal det endnu i Almindelighed bemærkes, at de Varer, vi importerede i 1919 og 1920 i væsentligt Omfang var færdige Forbrugsvarer, som de Allierede navnlig i 1919 var meget ivrige efter at overlade os, medens vi begge Aarene fik langt mindre f. Eks. af Majs, af Oliekager og af Kul end umiddelbart før Krigen. Skævheden i Handelsbalancen forstærkedes yderligere ved, at den engelske Stat havde overtaget Kulproduktionen og dikterede Eksportpriser af en saadan Højde, at medens vi i 1913 indførte 3,5 Mill. t Kul og Koks til en Værdi af 70,5 Mill. Kr., maatte vi i 1919 betale 266 Mill. Kr. for 2,3 Mill. t og i 1920 endog 566 Mill. Kr. for 2,7 Mill. t. Paa den anden Side opretholdt England ogsaa Kontrollen med Levnedsmiddelimporten helt til 1. April 1921, og medens dette havde mindre Betydning for Udførselen af Flæsk, hvoraf vi paa Grund af Nedslagtningen af Svinebestanden kun kunde levere mindre Kvanta, blev det af stor Betydning for Smøreksperten, der ret hurtigt naaede godt op, men for hvilken vi maatte acceptere Priser, der var altfor lave baade i Forhold til Kulpriserne og ogsaa fordi Foderstoffernes Pris først efterhaanden indstillede sig efter det færdige Produkts.

Dog, alt dette er jo kun forskellige ydre Forhold, der medførte det store Underskud paa Handelsbalancen i de to Aar. For at komme dybere ind i det pengemæssige Problem, der forelæa, maa det undersøges, dels hvilke Forhold der blev bestemmende for den stærke Kreditudvidelse og den dermed følgende Forøgelse af Betalingsmidler i danske Kroner, og desuden saa vidt gørligt klarlægges, hvorledes fremmede Betalingsmidler skaffedes til Veje til Dækning af den Efterspørgsel, der var opstaaet.

Til nærmere Belysning af det første af de to saaledes opstillede Spørgsmaal skal den paa S. 305 afbrudte Redegørelse for Statens Finansforhold genoptages. Der sluttedes paa det angivne Sted med Finansaaret 1918—19, idet tilføjedes, at den 30. Juni 1919 var Statens Overtræk paa sin Foliokonto i Nationalbanken gaaet op til 134,7 Millioner Kr. Imidlertid gav de ekstraordinære Indkomstskatter for Finansaaret 1919—20 meget store Beløb, næsten 100 Mill. Kr. mere end i det foregaaende Finansaar, dels fordi Indtægterne i 1918 flød rigeligere end i 1917, da Blokaden iværksattes, dels og især fordi det stadig stigende Prisniveau tilsvarede af et stigende Indtægtsbeløb i Kroner, og den væsentligste Skatteart, Merindkomstskatten, stadig beregnedes paa Grundlag af Forskellen i Indtægten direkte maalt i Kroner mellem det paagældende Aar og de første Krigsjaar. Desuden gik Udgifterne, blandt andet paa Grund af Sikringsstyrkens Opløsning, betydeligt ned, og det løbende Regnskab for 1919—20 sluttede derfor med et Overskud paa 61 Mill. Kr. Da der foruden det tidligere pr. 1. April 1919 optagne Statslaan paa 120 Mill. Kr. i Henhold til Lov af 8. August 1919 optoges et nyt Laan (Genforeningslaanet) paa 145 Mill. Kr., havde Staten ved Finansaarets Udgang et Tilgodehavende paa sin Konto i Nationalbanken paa 56,4 Mill. Kr. I Finansaaret 1920—21 gik Provenuet af Indkomstskatten (og af Børsskatten) en Del tilbage, og da Udgifterne stadig var i Stigning, dels paa Grund af den kostbare Kornlov for Høstaaret 1920—21, dels fordi det var det første Finansaar, hvori Lønningsloven af 12. September 1919 var fuldt ud gældende, hvorfor Lønningsudgifterne ansloges til at udgøre 60 Mill. Kr. mere end under de tidligere Lønningslove (Folketingets Forhandlinger 1918—19, Sp. 6274), blev Finansaarets løbende Underskud næsten 57 Mill. Kr. Til Dækning heraf og til Udbetaling til Tyskland for overtagne Aktiver i de sønderjyske Landsdele optoges i Henhold til Lov af 23. Oktober 1920 et Laan paa 25 Mill. Dollars, det første uden-

landske Statslaan siden Krigens Udbrud, hvilket førtes til Indtægt med 150 Mill. Kr. Heraf udbetaltes godt 101 Mill. Kr. til Tyskland, hvilket tilsammen med andre Kapitaludgifter gav et Underskud paa Kapitalregnskabet paa 50 Mill. Kr. Ved Forbrug af Kassebeholdning dækkedes Underskudet, og Statens Overtræk i Nationalbanken ved Finansaarets Udgang den 31. Marts 1921 var kun 6,6 Mill. Kr.

Samlede Udlaan.

	³¹ / ₇ 1918	³¹ / ₇ 1919	³¹ / ₇ 1920	³² / ₇ 1921
	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.	Mill. Kr.
Privatbanken	326.9	430.5	460.1	441.8
Landmandsbanken	797.0	1101.3	1209.9	1090.7
Handelsbanken	424.2	496.4	559.2	561.3
Tilsammen...	1548.1	2028.2	2229.2	2193.8

Som det nu fremgaar af disse Bemærkninger (jfr. ogsaa Tabel 13), havde Staten gennem Aaret 1919 et betydeligt Overtræk i Nationalbanken, og de private Banker kunde derfor stadig forøge deres Udlaan uden at maatte gaa til Nationalbanken om Rediskontering. I ovenstaaende Oversigt er der foretaget et Sammendrag af Udlaanskontiene (inkl. Forskellige Debitorer) for de tre Hovedbanker, og det vil ses, at disse fra 1918 til 1919 forøgede deres Udlaan med 500 Mill. Kr. Samtidig steg Nationalbankens Vexelporfeuille kun fra 40,1 til 73,8 Mill. Kr. og Laan paa Børspapirer fra 13,9 til 25,7 Mill. Kr. Men i det følgende Aar, da Staten paa Grund af fornævnte Forhold havde Tilgodehavender i Banken, og da Tilbagebetalingen af Laanene til Udlandet næsten var tilendebragt, steg Nationalbankens Vexelporfeuille, skønt de tre private Banker kun satte deres Udlaan op med 200 Mill. Kr., fra 73,8 til 198,0 Mill. Kr. og Udlaan paa Børspapirer fra 25,7 til 43,9 Mill. Kr.

Paa samme Maade som navnlig Udlaanene til Udlandet muliggjorde det for de private Banker i Krigsaarene at udvide deres Udlaansvirksomhed uafhængigt af Nationalbanken, saaledes gav nu i 1919 Statens store Overtræk de samme Forhold. I 1920 formindskes denne Seddelpengerigelighed, og Nationalbanken fortsætter sin Diskontoforhøjelsespølitik, der allerede var begyndt i 1919, ved at Satsen den 3. Januar sættes op til 5½ fra de 5, hvorpaa den havde staaet siden 10. Juli 1915. Den 7. Oktober 1919 lagde yderligere ½ pCt. paa, og fra 16. April 1920 forhøjedes Diskontoen til 7 pCt. Den

Diskontopolitik, Nationalbanken førte, var ikke særlig kraftig, som nedenstaaende Oversigt viser baade svagere og mere uelastisk end Sveriges Riksbanks; Aarsagerne hertil angives i Nationalbank-Beretningen for 1919—20 at være Hensynet til Sparekasser, Obligationskurser, Byggevirkksomhed m. v. og desuden Bankens Tvivl om Diskontoforhøjelsens Effektivitet overfor de store Prisdifferencer, der da var Tale om, og Umuligheden af med en højere Diskonto at lidlokke fremmed Kapital, og Nationalbankdirektør Ussing har i en Redegørelse til Valuta-

Tabel 18. Diskontosatser.

	Bank of England	Sveriges Riksbank	Norges Bank	National- banken	
1918	1. Januar	5	7	6	5
	1. Februar	5	6 ^{1/2}	6	5
	21. Marts	5	7	6	5
1919	3. Januar	5	7	6	5 ^{1/2}
	25. April	5	6 ^{1/2}	6	5 ^{1/2}
	9. Maj	5	6 ^{1/2}	5 ^{1/2}	5 ^{1/2}
	12. Juni	5	6	5 ^{1/2}	5 ^{1/2}
	7. Oktober	5	6	5 ^{1/2}	6
	6. November	6	6	5 ^{1/2}	6
28. December	6	6	6	6	
1920	19. Marts	6	7	6	6
	15. April	7	7	6	7
	25. Juni	7	7	7	7
	17. September	7	7 ^{1/2}	7	7

konferencen 1923 (dennes Forhandlinger S. 326) nærmere uddybet og dokumenteret Bankens Opfattelse og yderligere anført Hensynet til de da forestaaende Afstemninger i Sønderjylland som Grund til en varsom Diskontopolitik.

Imidlertid var det altsaa i 1919 navnlig Nationalbankens Udlaan til Staten, i 1920 især Bankens Rediskonteringsvirksomhed, der gav de private Banker de fornødne Sedler til Kreditudvidelsen, og denne medfører atter Muligheden for den store Import og for den stærke Efterspørgsel efter fremmed Valuta.

Til nærmere Belysning af, hvorledes Dækningen af den store Merimport i 1919 og 1920 fandt Sted, skal det anføres, at i de to Aar androg Merimporten (jfr. Tabel 3) næved 2,9 Milliarder Kr., hvoraf Netto-Udbyttet af Fragtfarten og anden Virksomhed i Udlandet maaske kan antages at have

dækket de 0,9 Milliarder. Tilbage er altsaa 2,0 Milliarder. Til Dækning heraf havde vi pr. ultimo 1918 450 Mill. Kr. udenlandske Tilgodehavender, bortset fra Nationalbankens Guld (jfr. Tabel 5) og 300 Mill. Kr. for Varer, der var betalt, foruden at Beholdningen af fremmede Værdipapirer her i Landet maaske kan ansættes til at have oversteget Værdien af danske Papirer i Udlandet med 50 Mill. Kr., altsaa ialt 800 Mill. Kr. Da Det statistiske Departements Opgørelse over Kapitalbalancen overfor Udlandet ved Udgangen af 1920 viste en Netto-Gæld paa henvend 700 Mill. Kr., har vi altsaa paa de to Aar dels forbrugt de 800 Mill. Kr. og derefter stiftet Gæld for 700 Mill. Kr., tilsammen 1500 Mill. Kr. Der mangler saaledes regnskabsmæssig Dækning for 500 Mill. Kr., der ad forskellige Veje er undsluppet Opgørelsen, maaske navnlig den pr. ultimo 1920 eller fremkommen som Følge af den særlige Usikkerhed, der er knyttet til Beregninger af denne Art under saa svingende Valutakurser, som da forefandtes. Men væsentligere er det, at i de 700 Mill. Kr., til hvilke Netto-Gælden pr. ultimo 1920 er opgjort, er indbefattet dels Statslaanet af 23. Oktober 1920, dels et Kommunelaan paa 15 Mill. Dollars, ialt 250 Mill. Kr., som alle først var til Disposition ved eller efter Udgangen af 1920. Der har saaledes i Virkeligheden været en meget stor Mangel paa Betalingsmidler, og naar dette ikke kom til at give sig endnu stærkere Udslag end i en Højeste-Kurs paa Sterling af 25,83 den 25. November 1920 og en Dollar-Kurs paa 7,68 den 9. November, maa en medvirkende Grund hertil have været, at Priserne i Aarets to sidste Maaneder var i hastig Nedgang, hvilket medførte en stærkt formindsket Efterspørgsel efter Betalingsmidler.

Der har saaledes i disse to Aar paa den ene Side været en stor Mangel paa fremmede Betalingsmidler, samtidig med at Kredittallet (Tabel 2) gik op til 310 for 1919 og 347 for 1920, og derved bidrog til at bringe Prisen paa den fremmede Valuta op. Ogsaa det indenlandske Prisniveau steg, til 211 for 1919 og 262 for 1920, idet det maa antages, at der af indenlandske Varer overfor denne store Forøgelse i Betalingsmiddelforsyningen har været færre end normalt i disse to Aar. F. Eks. var Høstudbyttet i 1918 kun 4,38 Millioner Afgrødeenheder, i 1919 5,02 og endnu i 1920, da de sønderjyske Landsdele er medoptagne i Høststatistikken: 5,34 mod 5,40 Million i de sidste Aar før Krigen for Kongeriget nord for Kongeaaen. Indførselen var ringere end normalt, Produktionen af Smør og Flæsk ligeledes, og ogsaa den industrielle Pro-

duktion var i 1919 efter Arbejdsløshedsprocenten at dømme under det normale, idet denne udgjorde 10,9 mod 7,5 pCt. i 1913. I 1920 var Arbejdsløshedsprocenten derimod gaaet ned til 6,1 pCt. som Gennemsnit af Aaret.

b. Aarene efter Konjunkturomslaget i 1920.

Det Prisfald, der satte ind i Sommeren 1920 og naaede hertil i Efteraarets Løb, bragte som nævnt en stor Lettelse paa Valutamarkedet med sig. Aarets Merindførsel androg kun 133 Mill. Kr. og Bruttofragten 205 Mill. Valutakurser og Priser naaede i Løbet af 1921 saavidt ned, at Finanstidendes Pristal ved Aarsskiftet 1921—22 stod paa lidt under 180 og Sterlingkursen paa 20 à 21 Kr. Paa dette Niveau holdt nu baade Engrosprisniveauet og Vexelkurserne sig i 1922, men der var dog en svag Tendens til Stigning igennem Aaret. Tabel 2 viser, at der ganske vist fandt en Reduktion Sted i Bankernes Udlaansvirksomhed fra medio 1921 til medio 1922, men denne har dog ikke været tilstrækkelig til at hindre, at Merindførselen blev fordoblet i Værdi fra det foregaaende Aar, navnlig fordi Indførselsmængden steg langt stærkere end Udførselsmængden. Da samtidig Fragtfarten gav et ringe Udbytte, vilde der utvivlsomt være indtraadt en betydelig Stigning i Valutakurserne, hvis ikke Staten paany ved Lov 19. December 1921 havde optaget et amerikansk Laan, denne Gang paa 30 Mill. Dollars, og Kommunerne et nyt Laan i Foraaret 1922 paa 2 Mill. Pund, foruden private Laan (jfr. i det hele for disse Aars Vedkommende de regelmæssige Oversigter i Statistiske Efterretninger). Desuden forbrugte Bankerne af deres Tilgodehavender i Udlandet 70 Mill. Kr. Det skal dog tilføjes, at der i Realiteten ikke er forbrugt saa meget, fordi i de 70 Mill. Kr., hvormed Netto-Tilgodehavendet er formindsket, indgaar ogsaa Tabet paa Marktilgodehavenderne ved Markkursens endelige Fald. Endnu ved Begyndelsen af 1922 havde en Mark dog været næsten 3 Øre værd, men ved Aarets Udgang var Kursen 0,07 Kr. pr. 100 Mark, d. v. s. at 1 Mark end ikke var $\frac{1}{1000}$ Øre værd. De ca. 1200 Mill. Mark, vi netto havde tilgode ved Aarets Begyndelse og hvis Værdi i danske Kroner androg ca. 35 Mill., var altsaa tabt. Spørger man om Landets samlede Tab ved Markens Ødelæggelse, bliver Beløbet dog væsentlig større og kan maaske uden stor Fejl regnes til at have udgjort de henvend 100 Mill. Kr., som Tilgodehavenderne beløb sig til i 1920, da Markens Værdi svingede imellem 10 og 20 Øre.

Men den Tendens til Stigning i Priseniveauet og Valutakurser, der var igennem Aaret 1922, slog i 1923 igennem. Den ydre Foranledning synes at have været Uroen omkring Landmandsbanken og Bankens Rekonstruktion i September 1922 (Lov 21. September 1922), men det indre Grundlag for Stigningen forelæa allerede forinden. Saaledes havde Nationalbankens Støtte saavel til Diskontobanken som Landmandsbanken i Løbet af 1922 bragt Udlaanene op over, hvad de var under Højkonjunkturen i 1920, saaledes som nedenstaaende Tal viser:

Nationalbankens Udlaan

	^{31/7} 1920	^{31/7} 1922
	Mill. Kr.	Mill. Kr.
Laan paa Borspapirer m. v.	45.6	89.9
Veksler paa Indlandet	198.0	185.7
Forsk. Debitorer	113.2	127.7
Tilsammen ...	356.8	403.3

og naar denne Stigning ikke influerer paa Seddelømløbet og dermed paa Kreditindexet, skyldes det den Omstændighed, at ved Udgangen af Bankaaret 1921—22 indestod af de udlaante Midler 114,7 Mill. Kr. paa Kontokurant i Nationalbanken, en latent Købekraft, som i de følgende Maaneder gjordes effektiv. Afviklingen af Udlaansvirksomheden har altsaa paa den ene Side ikke været saa stor, som Tabel 2 viser, paa den anden Side var Aaret 1923 igen vanskeligt, idet Fragtfarten gav forholdsvis ringe Dækning til Hjælp for Indførselen, og da der ingen ny Statslaan m. v. optoges i Udlandet, var Valutamarkedet i en evig Uro, hvor det, som Det statistiske Departements Betalingsbalance for Aaret viser, var af største Vanskelighed at skaffe den fornødne Dækning. Den Lov af 16. November 1923, som blev Resultatet af Nationalbankens Valutakonference i August-November, og i Henhold til hvilken Egaliseringsfondet oprettedes, var da kun et Halmstraa, og de 5 Mill. £, som stilledes til Raadighed, forsvandt meget hurtigt til Afhjælpning af det Underskud, Betalingsbalancen krævede dækket, og som var blevet yderligere forøget ved, at Priseniveauet (Finanstidendes Pristal) i Aarets Løb var steget fra 181 til 223, og saaledes i høj Grad havde virket inciterende paa Importen.

Baade Priseniveauet og Valutakurserne var derefter ved Begyndelsen af 1924 naet nogenlunde til Ro, med et Engros-Pristal paa omkring 225 og en Sterling-Kurs paa ca. 26 Kroner.

Og selv om de private Banker kun langsomt afviklede deres Udlaansvirksomhed udover hvad Bankstandsninger og private Firmaers Sammenbrud førte med sig, og Nationalbanken endog udvidede sine Udlaan, der pr. ^{31/7} 1924 var naaet op paa 477,7 Mill. Kr., var Forholdene dog nu i det hele ved at indstille sig paa det Niveau, der kan karakteriseres ved en 26 Kr. Sterling-Kurs. Tilmed var Aaret 1924 gunstigt med Hensyn til Fragtfart, og Eksporten gav store Beløb hjem, og da Nationalbanken ved sit Cirkulære af 6. Marts 1924 med megen Styrke optog Kreditindskrænkningen som Ledesnor for sin Pengepolitik, stabiliseredes Markedet yderligere. Loven om Valutaforanstaltninger af 20. December 1924 havde da et ypperligt Grundlag at virke paa, hvilket ogsaa viste sig i den betydelige Bedring af Kronens Værdi, der indtraadte i de første Maaneder af 1925, før den store Arbejdsstandsning satte Kronekursen op og hidkaldte den uden- og indenlandske Spekulations Interesse for yderligere at presse Kroneværdien i Vejret.

B. Sverige og Norge.

Som det fremgaar af Tabel 7 faldt den svenske Krones ydre Værdi i Løbet af 1919 forholdsvist set næsten lige saa stærkt som den danskes, hvorfor „Disagioen“ i dette Aar holdt sig uforandret. Men i 1920 var Nedgangen væsentlig stærkere for den danske end for den svenske Krone, selv om ogsaa denne faldt ikke lidet og før Konjunkturomslaget var naaet ned under 75 pCt. af den gamle Guldparitet. I store Træk synes Forholdene at have været de samme i Sverige som i Danmark: Varehungeren efter Blokadeaarene og de tidligere indkøbte Varer samt Tilbagebetalingen af de til Udlandet ydede Laan bringer Indførselen i Vejret, og dennes Værdi vokser desuden stærkt paa Grund af Prisstigningen ude og hjemme, ligesom den yderligere forceres af denne Stigning i Priserne. Men da den svenske Udførsel giver næsten 1 Milliard mere i svenske end den danske i danske Kroner, og Indførselens Værdi i de to Lande er den samme, skal der altsaa i Danmark dækkes en Milliard Kr. mere end i Sverige. Da Sverige efter den foran foretagne Undersøgelse desuden havde et væsentlig større Beløb i fremmede Betalingsmidler til Raadighed end Danmark, er det allerede af disse Grunde naturligt, at den svenske Krone faldt mindre i Værdi end den danske. Men hertil kommer, at Kreditudvidelsen, der paa sin Side bi-

drog til at forcere Importen, var af større Omfang i Danmark end i Sverige. Ganske vist steg de to Kredittal, saaledes som de foran er beregnede, for Danmarks Vedkommende fra 252 i 1918 til 310 i 1919 og 347 i 1920, og for Sveriges fra 190 til 239 og 260, hvilket giver den samme procentvise Forøgelse i disse Aar. Men den danske Kreditmængde laa paa et væsentligt højere Niveau end den svenske, og en lige stor Tilvækst maa derfor give sig et stærkere Udslag i det første end i det andet Tilfælde, hvilket ogsaa paa anden Maade kan udtrykkes saaledes, at Kredittallet for Danmark steg 58 Points fra 1918 til 1919 og 95 Points til 1920, medens de tilsvarende Tal for Sverige kun var 49 og 70 Points.

Det er foran gjort nærmere Rede for de særlige Forhold for Danmarks Vedkommende, der medførte den stærke Kreditudvidelse i 1919 og 1920, og hvorunder vel navnlig Forventninger om den danske Storhandels Muligheder var af væsentlig Betydning. Tilsvarende Forhold foreligger — i hvert Fald ikke i samme Omfang — for Sveriges Vedkommende, og det maa utvivlsomt ogsaa siges, at den svenske Pengepolitik i det hele lededes med større Forsigtighed end den danske. Hertil bidrog i ikke ringe Grad de svenske Nationaløkonomers og navnlig Cassels stærke Fremhævelse af de Farer, Stigningen i Betalingsmiddelforsyningen har for Valutaens Værdi, og det er da ogsaa foran nævnt, at den svenske Riksbank tidligere og stærkere end Nationalbanken anvender Diskontoen. Desuden siges det i Riksbankens Beretning for 1918 og næsten ligelydende for de følgende Aar at „Forholdene paa det indenlandske Kapitalmarked har i Aarets Løb foranlediget vidtgaende Foranstaltninger fra Riksbankens Side dels vedrørende Restriktioner for Bankernes Kreditgivning i Almindelighed, dels vedrørende særskilt Kontrol med Kapitalanvendelse til Aktieselskaber“. Om disse Foranstaltninger hedder det i Nationalbankens Beretning for 1918—19 i Forbindelse med Oplysninger om Aarets Emissioner: „Er Aktieudbudet saaledes i alt ikke særdeles meget større end i Fjor, maa det dog anses for overvætted rigeligt, og man kan nære grundet Tvivl om, hvorvidt alt, hvad der har været indbudt til, er sundt og godt. Tanken om en „Rationering“, Oprettelsen af en Institution til Kontrol med Finansieringen af nye Aktieselskaber og Udvidelse af gamle har da ogsaa været fremme. Nogen stærk Lyst til at udvide den Række Bestemmelser, der under Krigen er udstedt til Begrænsning af den fri Erhvervsvirksomhed, var imidlertid ikke til Stede, og hvad navnlig Pengevæsenet angaar, blev Spørgs-

maalet blandt andet om, hvem der skulde være de kontrollerende og hvem de kontrollerede, et Spørgsmaal af saa meget større Betydning paa Grund af det overordentlig skønsmæssige netop ved denne Kontrols Udøvelse. Den er i nogen Grad anvendt i Sverige, omend Forslaget om en officiel Institution ikke kunde gennemføres i den svenske Rigsdag, men om der ved en saadan Foranstaltning herhjemme var blevet standset overflødige Emissioner til nævneværdige Beløb, turde være tvivlsomt." Nationalbanken gjorde dog gentagende sin Indflydelse gældende for at begrænse Bankernes Kreditydelse baade til Ud- og Indland (jfr. Ussing's foran citerede Redegørelse for Seddeludstedelsen i Valutakonferencens Forhandlinger 1923). For Sveriges Vedkommende siger Direktøren for Skandinaviska Kreditaktiebolaget (dettes Kvartalsskrift, April 1924), Rydbeck, i et Foredrag for Institute of Bankers om Kredit- og Kapitalrestriktionerne: „Man havde nedsat særlige Kommissioner for at forhindre overdreven Kreditgivning til Udlandet og, under Bankernes Medvirkning, forhindre Kapitalforbrug til Formaal, der ikke kunde anses for uomgængelig nødvendige. Selv om disse Kommissioners praktiske Indgriben forekom sjældnere, turde vel nok deres blotte Nærværelse og Forpligtelsen til at indhente deres Tilladelse til planlagte Foretagender i visse Tilfælde have betydet en sund Hemske paa de expansive Tendenser." Det kan da anses for sandsynligt, at den hele forsigtigere Mentalitet i Sverige, den strammere Diskontopolitik, det at et Forhold som Hensynet til og Financieringen af Sønderjylland var et specifikt dansk Fænomen, ligesom de stærkt expansive Tilbøjeligheder, der udgik fra Landsmandsbanken, alt tilsammen har medført en svagere Kreditudvidelse i Sverige end i Danmark. Men som mere haandgribelige Omstændigheder kan det utvivlsomt nævnes, at den tidligere omtalte Ordning af Financieringen af de svenske Krigstidskommissioner medførte en stærk Kreditindskrænkning, thi straks ved Krigens Ophør paa-begyndte Kommissionerne en energisk Virksomhed for til Ind- og Udland at afsætte deres Varebeholdninger, og i Løbet af 1920 var derfor de i Privatbankerne optagne store Krediter tilbagebetalt, jfr. „De svenska Statsmakterna och Krigstidens Folkhushållning“, V, Side 302 ff., undtagen forsaavidt angik et Beløb paa 70 Mill. Kr., som svarede til Tabet paa deres Virksomhed og overførtes til Dækning paa Statsregnskabet. Herved muliggjordes det blandt andet for de private Banker at formindske deres Paakrav paa Riksbanken, og dennes samlede Balance laa ved Udgangen af 1920 ca. 58 Mill. Kr. lavere

end Aaret før, medens Nationalbankens Balance i Aarets Løb steg med ca. 47 Mill. Kr. af de tidligere anførte Grunde. Og til alt dette kommer endelig, at tiltrods for at der som nævnt maa have været større Beholdninger af fremmed Valuta til Raadighed i Sverige end i Danmark, optog Sverige allerede i Juni 1919 et Statslaan i U. S. A. paa 25 Mill. Dollars „for at bidrage til Financieringen af Import af for Landet nødvendige Varer“, som Riksgäldskontoret siger i sin Aarvog 1920. Men i Danmark optoges det første fremmede Statslaan ved Udgangen af Aaret 1920.

Selv om der saaledes i disse to meget vanskelige Efterkrigsaar i det hele maa siges kun at have været en Gradsforskell i Depreciationen af den svenske og den danske Krone, kan der paa den ene Side efter det foreliggende ikke være Tvivl om, at det svenske Pengevæsen lededes med større Forudseenhed og fastere Haand end det danske, paa den anden Side at særlige Forhold, og da navnlig Tilbagekomsten af de sønderjydske Landsdele, der lagde et stort Pres paa det danske Kapitalmarked, ikke fandtes tilsvarende i Sverige. Kapitaludvidelsen og Kroneforringelsen havde derfor faaet et mindre Omfang i Sverige end i Danmark, og allerede af den Grund blev det lettere for Sverige end for Danmark, da Konjunkturbølgen vendte ved Udgangen af 1920, at naa tilbage til Pariteten med Guldmetallet. Da Sverige ved Midten af 1922 praktisk talt havde naaet den gamle Dollar-Paritet, manglede Danmark endnu næsten 20 pCt., og siden gik den danske Krone atter ned under det saaledes opnaaede Niveau. Men fra Slutningen af 1920 til midt i 1922 var den danske Krone steget med 60 pCt., den svenske kun med 40, og som Tabellerne 2 og 8 viser, laa Prisniveauerne i de to Lande ret nær ved hinanden. De indre Betingelser for, at den danske Krone paa dette Tidspunkt kunde bringes det sidste Stykke Vej op til Pariteten, synes da at have været til Stede, om det havde været muligt at føre Kreditindskrænkningen videre igennem, og at have støttet Overgangsperioden ved Laan i Udlandet. Men nu medførte navnlig Bankrekonstruktionerne i Danmark, at Kreditindskrænkningen ikke kunde fortsættes med tilstrækkelig Kraft, og da Valutamarkedet, som det foran er omtalt, havde svært ved at blive forsynet, steg Kurserne paa den fremmede Valuta igen her i Danmark og trak Prisniveauet med op, medens Sverige kunde fastholde sin Krone ved Guldpariteten og i 1924 genoptage Guldindløseligheden.

Tabel 13 (S. 306) viser, at selv om det i tidligere Aar for Sveriges Vedkommende kunde anføres som et Moment til dets gunstigere Stilling end Danmarks, at Staten ikke trak paa Riksbanken saaledes som Tilfældet var her i Danmark, saa var disse Overtræk ophørt fra 1922; samtidig holdtes Diskontoen, naar bortses fra Tiden omkring 1920, højere i Danmark end i Sverige, jfr. følgende Oversigt, der fortsætter den S. 324 meddelte:

Tabel 19. Diskontosatser.

	Bank of England	Sveriges Riksbank	Norges Bank	National- banken
1921	1. Januar	7	7 ¹ / ₂	7
	27. April	6 ¹ / ₂	7	7
	5. Maj	6 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂
	23. Juni	6	6 ¹ / ₂	7
	6. Juli	6	6	6 ¹ / ₂
	21. Juli	5 ¹ / ₂	6	6 ¹ / ₂
	19. Oktober	5 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂
	3. November	5	5 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂
1922	25. Januar	5	5 ¹ / ₂	6
	16. Februar	4 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂	6
	10. Marts	4 ¹ / ₂	5	6
	13. April	4	5	6
	25. April	4	5	6
	18. Maj	4	5	5 ¹ / ₂
	15. Juni	3 ¹ / ₂	5	5 ¹ / ₂
	1. Juli	3 ¹ / ₂	4 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂
	13. Juli	3	4 ¹ / ₂	5 ¹ / ₂
	17. August	3	4 ¹ / ₂	5
	31. December	3	4 ¹ / ₂	5

Men Forskellen er ikke stor, og utvivlsomt ikke saa stor som de foreliggende Forhold krævede, og det ses, at Nationalbanken fra 25. April 1922 holdt sin Diskontosats uændret paa 5 pCt og først den 1. Maj 1923 hævede Satsen til 6.

Hvad angaar den norske Krone, stod denne gennem Aaret 1919 næsten lige saa højt som den svenske og væsentligt over den danske, men begyndte ved Aaret 1920 at falde stærkere end de to andre Landes Møntværdi og stod ved Aarets Udgang under den danske saaledes, som den derefter stadig i de følgende Aar har gjort det. Der synes nu efter det foreliggende ikke at være Tvivl om, at denne for den norske Krone ugunstigere Udvikling skyldes det større Om-

fang, Kreditvidelsen fik i Norge, idet det norske Kredit-index ved sin Kulmination naaede op paa 552, da det danske samtidig stod paa 347. Men medens det, som tidligere omtalt, maa antages, at der i Norge var en større Mængde fremmede Betalingsmidler til Raadighed i de egentlige Krigsaar end i Danmark, hvorved den stærkere norske Kreditvidelse neutraliseredes saa meget, at den norske Krone endog stod højere i Værdi end den danske, saa kommer Virkningen af den større Mængde indenlandske Betalingsmidler til at slaa igennem som en større Kroneføringelse der end her i det Øjeblik, de fremmede Betalingsmidler er brugt op. Ganske vist viser de nedenfor anførte Tal for Fragtfortjeneste og Merimport et noget gunstigere Forhold i Norge end i Danmark, men til disse Poster paa Betalingsbalancen maa lægges de store Krav, som Bestillingen af Skibe for norsk Regning i Udlandet medførte, idet man anslog (Norges Banks Beretning 1920, S. 5), at der ved Midten af 1920 var 1 Mill. t. d. w. under Bygning eller i Kontrakt ved engelske Værfter for norsk

Brutto-Indtægt ved Fragtfart ÷ Merindførsel.

	Danmark Mill. d. Kr.	Sverige Mill. sv. Kr.	Norge Mill. n. Kr.
1919	÷ 1032	÷ 398	÷ 769
1920	÷ 738	÷ 532	÷ 506
1921	72	22	÷ 281
1922	÷ 79	213	÷ 64
1923	÷ 107	37	÷ 29

Regning. Selv om en Del heraf blev solgt eller Kontrakterne for dem blev hævet, stillede dog Betalingen af disse Nybygninger meget store Krav til det norske Valutamarked, og Staten optog derfor et Laan paa 20 Mill. Dollars i September 1920. Herved og ved, at Konjunkturomslaget formindskede Efterspørgselen efter Valuta til Import bragtes den norske Krone, hvis Guldværdi for September 1920 havde været 52 Øre, til at stige op til 60 Øre i Marts 1921. Men i dette Aar holdt Indførselsoverskudet sig endnu paa 826 Mill. Kr., medens det var 133 Mill. Kr. i Danmark og 162 Mill. Kr. i Sverige, og den norske Krone sank paany og naaede i September 1921 helt ned i 48 Guldøre, ogsaa fordi Brutto-Indtægten af Fragtfarten gik ned til langt under Halvdelen af, hvad den havde været i 1920, nemlig fra 1280 til 544 Mill. Kr. En Indskrænkning af Udlaansvirksomheden stødte paa store Vanskeligheder, fordi de ugunstige Forhold for Fiskeriet

og for Skibsfarten bragte mange norske Banker med deres begrænsede Virkeomraade i Vanskeligheder, saa de maatte hjælpes af Norges Bank, saaledes som den overordentlige Stigning i dennes Diskontovirksomhed viser det, jfr. Tabel 14, S. 311. Tilmed kom nu hertil store Krav fra de offentlige Finanser, baade Statens og Kommunernes, og ifølge Norges Banks Beretning for Aaret 1921 overtrak Staten i Aarets Løb i „adskillig utstrækning“ sin Konto i Banken. „Efter Loven skal Norges Bank ikke staa i Forskud lige overfor Staten, og denne Bestemmelse giver Udtryk for et vigtigt Princip for Bankens Virksomhed. Man nærer det Haab, at Regeringen heller ikke i Fremtiden vil vanskeliggøre den allerede paa Forhaand besværlige Opgave at arbejde Banken frem til mere stabile Forhold“. Selv om det i hvert Fald ikke fremgaar af Bankens Beretninger for de følgende Aar, at Staten vedblev med sine Overtræk, tyngede til Gengæld de nødlidende Privatbanker i stort Omfang paa Norges Bank, vanskeliggjorde Kreditsammentrækningen i Almindelighed og Nedbringelsen af Norges Banks Udlaan i Særdeleshed. Dog skred Afviklingen, som det ogsaa fremgaar af Tabel 9, S. 293, langsomt frem, og Detailpriseniveauet naaede i 1923 et Minimum ved 236. Men da Bankstandsningerne fra de fjernere Provinsbanker i April Maaned 1923 naaede to store Hovedstadsbanker og Kontiene spærredes ogsaa for de udenlandske Kreditorer, fik den norske Krone et nyt Stød, der bragte den fra de næsten 70 Guldøre, den havde naaet i de første Maaneder af 1923, ned til under 50 Guldøre i Februar 1924. Saa gik det atter langsomt opad, indtil i 1925 fremmede Interesser tog den saavel som den danske Krone under Armene og bidrog til at forcere den Stigning, som Bankpolitiken havde beredt Vejen for i begge Lande.