

## DEN INTERNATIONALE KREDITKRISE OG GULDFODEN.

Af Axel Nielsen.

Foredrag i Nationaløkonomisk Forening 27. Oktober 1931.

Det er ikke Aarsagen til den Depression, som i de sidste Aar har hærget Verden, som her skal omhandles; jeg skal ikke gøre noget fornyet Forsøg paa at klare Spørgsmaalet om Krisens Opstaaen, men jeg vil nøjes med at konstatere, at, hvad enten man har det ene eller det andet Synspunkt med Hensyn til Aarsagen til en Krise, kan man let blive enig om, at under enhver Depression undergaar Krediten væsentlige Ændringer. Krediten trækker sig sammen og samtidig voxer de korte Penge relativt, idet Lysten til med sin Opsparing at gaa over paa Kapitalmarkedet mindskes; den Disproportionalitet mellem det korte og lange Laanemarkeds Priser, mellem Diskontoen paa Pengemarkedet og Kapitalrenten paa Kapitalmarkedet, som herved fremkommer, overvindes først, naar Opgangen sætter ind, idet denne netop er Udtryk for, at man i Tillid til fremtidig Forrentning med sin Opsparing gaar over til Kapitalmarkedet. Det er denne sidste Fase, vi nu i Aar har ventet paa; den herskende Mistillid til Verdensøkonomien i den kommende Tid har imidlertid gjort, at man stadig foretrækker at holde sine Midler kontant, som Krav paa Bankerne, og da disse paa deres Side ikke tør anbringe de modtagne Midler paa Kapitalmarkedet i det Omfang, Midlernes Størrelse i og for sig tilsiger, skaber Krisen saaledes ude i Verden rigelige korte Penge, som man har kunnet konstatere det paa de faldende Diskontosatser, særlig i 1930.

For saa vidt finder vi det samme Fænomen nu som under enhver Depression, blot at denne synes særlig lang og dyb. Men i Løbet af det sidste halve Aar er der kommet et nyt Moment til, som vi ikke tidligere har kendt, — et Moment, der gør, at man i egentligste Forstand kan kalde Depressionens

sidste Fase en Kreditkrise: man tvivler ikke alene om, hvorvidt Debitor kan betale — det gør man i højere eller mindre Grad under enhver Krise — men man tvivler ogsaa om, hvorvidt Pengevæsenet, Guldfoden, Grundlaget for den korte Kredit, ogsaa kan opretholdes. Dette er en Kreditkrise i Ordets egentligste Forstand, idet, naar Fundamentet for al kort Laan-givning: Pengevæsenet, svigter, Kreditydelse dermed praktisk talt maa ophøre; i sin yderste Konsekvens fører dette ud i, at Laan kun ydes in natura.

Dette sidste Udslag, Verdensdepressionen har givet sig, er vel det farligste, idet selve Grundlaget for det økonomiske Verdenssamkvem dermed rokkes. Vi erindrer endnu, hvorledes man efter Krigen fra alle Sider var enig om at søge det økonomiske Verdenssamfund bygget op hurtigst mulig; ved Brüs-seler- og Genua-Konferencen pegedes der paa, at dette kun kunde ske over Guldfoden og de faste Vexelkurser, denne gav. Utallige er de Stabiliseringslaan, der fra andre Landes Side gaves hertil, og ved internationale korte Penge indførtes Guldfoden efterhaanden; nu derimod er det Mistilliden, der er kommet i Højsædet under den herskende Depression, og det er de internationale korte Krediter, der tvinger Lande som England bort fra Guldet.

Ti det er værd at gøre opmærksom paa den Forskel, der bestaar, om den udenlandske Kredit ydes i Form af korte Penge eller i Form af lange Laan. En udenlandsk Laantager (i Form af lang Kredit) kan langt vanskeligere tænkes at tvinge et Land til at forlade Guldfoden, om den Pengepolitik, der føres, er rigtig. Her begrænses i givet Tilfælde Salget af Obligationer i det laantagende Land til dette Markeds Optagelses-evne; en Strøm af Obligationer fører derfor til faldende Kurser og ved bevidst at trykke Kursen vil Seddelbanken i saadanne Tilfælde kunne hindre disse Salg. Hvad derimod angaar de korte Penge, Udlandet har tilgode, enten som indestaaende i Banker eller anbragt i selve Markedet i Vexler, treasury bills o. s. v., saa kan disse langt lettere trækkes bort og direkte eller indirekte stille Krav til Seddelbanken om udenlandsk Valuta. Bundet af Guldpunkterne, som en Bank er ved Guldvaluta, har den ikke den samme Frihed til at variere Kurserne; den kan vel ændre Vexelkursen indenfor Guldpunkterne, sætte sin Diskonto op og derved øve Indflydelse paa det Omfang, hvori Udlandet stiller Krav om udenlandsk Valuta eller Guld; men saa stor Variation som hvor det drejer sig om Obligationssalg opnaar man først, naar man forlader Guldfoden. Eng-

land forlod Guldfoden, fordi Udlandet stillede Krav om Guld i særligt stort Omfang; efter at Guldfoden var forladt blev der ikke trukket mere — hævdes det — idet yderligere Udtræk maatte give sig Udtryk i en faldende Sterlingkurs, eller, kan man ogsaa sige, saa længe man venter en endelig højere Sterlingkurs end den nuværende, sker der ikke en yderligere Udtrækning af korte Penge.

Det er altsaa de korte Penge, Opmærksomheden nu som saa mange Gange tidligere, koncentrerer sig om, idet det er dem, der kan tvinge en Valuta bort fra Guld. Spiller da disse korte Penge en særlig stor Rolle indenfor Verdensøkonomien i Øjeblikket? Jeg har nævnt, hvorledes Opsparingen i ringe Grad er gaaet over paa Kapitalmarkedet, og naturligvis har Opmærksomheden her særlig fæstnet sig ved Frankrig, der før Krigen var Europas Kapitalmarked, og som nu gennem Afspærringer af forskellig Art stærkt har begrænset sin Laangivning til Udlandet; de Bebrejdelser, der i den Henseende særlig fra engelsk Side er rettet sidste Vinter mod Frankrig, er vel kendt. Det ligger nær at sige, at af denne Politik følger ikke nødvendigvis, at den franske Opsparing holdes som korte Laan, idet den franske Sparer kan købe de forskellige Papirer, der allerede findes paa det franske og udenlandske Kapitalmarked; men enhver, der kender lidt til, hvorledes de franske Banker før Krigen formaaede at fodre sit Publikum med de nye Laan, Bankerne selv emitterede, forstaar, at den Laanepolitik, der nu er gængs i Frankrig, fører til, at Opsparingen ikke gaar til Kapitalmarkedet, og at franske Banker efter alt at dømme har været overordentlig store Laangivere paa det engelske Penge-marked, herpaa tyder jo ogsaa de meget store Tab, franske Banker ved Sterlingsens Fald skal have lidt. Et andet Moment, som er værd at omtale, er, at Guldvexelfoden, der i mange Lande, særlig fattige Lande, blev indført efter Krigen, maatte føre til, at man paa Verdens Pengemarkeder holdt betydelige korte Penge; lad mig ogsaa minde om, hvorledes man i alle Lande har følt Trang til under de sidste Aar at holde forholdsvis store Valutareserver — alt synes at tyde paa, at de korte Penge i Verdens Pengecentre har været meget betydelige. Hvor store? Ja, Tal, der kan gøre noget Krav paa Paa-lidelighed, kan man neppe anføre; for Tysklands Vedkommende blev der i Sommer anført overordentlig store Tal, og lad mig erindre om, at Macmillan-Reporten opgør New Yorks internationale Gæld (÷ Dollaraccepter) til 400 Mill. £ og Londons til 250 Mill. £ for 1929.

Det kunde være fristende her nærmere at komme ind paa den Betydning, disse korte Penge har i Samfundets økonomiske Liv, hvorledes deres Omflytning fra Pengemarked til Pengemarked — ti kun for de Lande, der har saadanne, spiller de sædvanligvis nævneværdig Rolle — midlertidig kan udligne Rentedifferencer mellem Markederne, hvorledes den korte Kapital paa den anden Side ogsaa ofte krydser den Politik, Seddelbanken i disse Lande ønsker at føre, — men dette er et Kapitel for sig. Lad mig blot fremhæve, hvorledes man ikke mindst i de sidste Aar har været opmærksom paa den Fare, der her har truet Seddelbankerne; det er bl. a. kommet til Orde gennem Ønsket om, at de udenlandske Tilgodehavender, et Lands Seddelbank har, altid bør anbringes hos Seddelbanken i Udlandet; man har stadig talt om Seddelbankernes svindende Magt, og man har været klar over, at de korte Penge bevæger sig fra Land til Land ud fra andre Motiver end den almindelige Samhandel mellem Landene og Financiering af denne; thi det er jo i første Række dette sidste, der gør det naturligt, at det ene Land anbringer korte Penge hos det andet, ligesom Betalingen paa udenlandske Laan fører hertil.

Den korte internationale Kredit er opstaaet over Guldfoden, der har sikret de faste Valutakurser mellem Landene. Uden det faste Pengevæsen, Guldfoden giver, kunde Kreditbygningen ikke være rejst. Man har kaldt denne Kredit overdimensioneret, og set paa Basis af den Guldbeholdning, de enkelte Landes Seddelbanker ligger med, er dette Udtryk maaske ogsaa berettiget. Men paa samme Maade kan man da ogsaa tale om, at den Kredit, en Bank modtager gennem sine Indtaan set i Relation til Bankens Kasse, er overdimensioneret. Naar vi til Trods for Pengekapitalens stærkere og stærkere Internationalisering stadig holder fast ved en national Valuta i det enkelte Land, som i sidste Instans Seddelbanken er pligtig at opretholde, kan man anlægge det samme Synspunkt paa et Lands Banksystem overfor andre Landes Banksystemer, som det man plejer at anlægge paa den enkelte Bank i Forhold til Landets andre Banker, og man vil da se, at den nationale Guldreserve maa staa i Forhold til de Krav, Udlandet i givet Tilfælde kan stille. Gennem Diskontopolitiken søger man jo netop at faa Udlandet til at lade være med at gøre sine Krav gældende; man skaffer sig derigennem Balance mellem Fordringer og Forpligtelser. For det er de færreste Lande, der har en saa stor Guldbeholdning, at den slaar til, om Udlandet paa een Gang gør alle sine Anfordringskrav gældende. Man har talt

om, at Valutaer er fast forankrede i Guldet, man har talt om Valutaers Stabilisering, men hvad er Stabilisering andet end Balance? Det er i Virkeligheden saaledes de samme Synspunkter, der maa anlægges Landene imellem og overfor Bankernes Likviditet indenfor det enkelte Land. Hvor her Seddelbanken under en Panik opretholder den enkelte Banks Likviditet, skulde den internationale Bank hjælpe Seddelbanken i det enkelte Land til at opretholde dennes Likviditet og dermed Landets Valuta. At den internationale Bank har været til Nytte i denne Henseende, ved man, men overfor den Opgave, som Englands Tilfælde stillede til den, maatte den melde Pas, og man har endnu engang haft Lejlighed til at konstatere Modsætningen mellem den nationale Valuta og den internationale Kapital og til at se, hvorledes Verden ikke har formaaet at udbygge de internationale Institutioner, som det økonomiske Samfunds stærkere og stærkere Internationalisering kræver. —

Naar vi nu gaar over til at se, hvorledes den sidste Tids Kreditkrise har indvirket paa Pengeforholdene, er det i første Række Tyskland og England og særlig det sidste Land, man tænker paa. Siden 1929 har adskillige Lande forladt Guldfoden, Australien, New Zeeland og flere sydamerikanske Stater for blot at nævne nogle Eksempler. Det har været meget forskellige Hensyn, der her har gjort sig gældende, men da alle disse Lande har været afgjorte Debitorlande, har den korte Kredit ikke for dem spillet nogen Rolle. Ganske anderledes derimod for Englands Vedkommende, der jo stadig menes at være det største Kreditorland i Verden, men som ikke desmindre i Kraft af de korte Krediter er kommet i udprægede Debitorvanskeligheder. — Jeg behøver ikke i denne Forsamling at gøre opmærksom paa den mægtige Betydning for Verdensøkonomien, Englands Opgivelse af Guldfoden den 21. Sept. har haft, men jeg vil her fremhæve, at det var England, der i sin Tid lærte Verden at bruge Guldfoden, idet man sikkert tør sige, at det ikke var Overvejelser om, hvorvidt Guldfod var bedre end Sølvfod eller Dobbeltmøntfod, der i det 19. Aarh.'s sidste Halvdel fik Europa og betydelige Lande i andre Verdensdele til at gaa over til Guldet, men simpelt hen Fordelene ved at have en Mønt bygget paa samme Grundlag som Pundet; det var Englands dominerende Stilling indenfor Verdenshandelen, der gjorde Guldet til Verdens Møntmetal. Forstaaeligt derfor ogsaa, at England efter Verdenskrigen fremfor andre Lande har været ivrig for Guldfodens Genindførelse. Betegner nu Englands Opgivelse af Guldfoden Afslutningen paa en Epoke i Verdens-

økonomien, og vil det nu igen blive England beskaaret at vise Verden Vej til et nyt og bedre Pengesystem? Det er ganske naturligt saadanne Tanker man gør sig i en Situation som den foreliggende.

Hvorvidt det udelukkende var Forholdenes Udvikling, der tvang England bort fra Guldet, eller om der tillige laa en bestemt Politik bagved, faar staa hen; det er, naar alt kommer til alt, et underordnet Spørgsmaal. Givet er det i hvert Fald, at man i England saavel som ved internationale Møder længe har diskuteret og kritiseret andre Landes Pengepolitik, hvad Macmillan Rapporten saavel som Folkeforbundets Rapporter om Guldspørgsmaalet giver godt Udtryk for. Jeg kan ogsaa minde om de Taler, den engelske Finansminister holdt Dagene omkring den 21. Sept. Imidlertid har man kun faaet en Kritik af det bestaaende System, og Verden er stadig i Ukendskab til, hvad England tilsigter, om det overhovedet ved det selv. Naar jeg i Aften skal tale om Guldfoden i dens hidtil sidste Fase, maa mit Foredrag derfor væsentlig komme til at dreje sig om nogle af de Synspunkter, der i den senere Tid er gjort gældende fra engelsk Side.

Først og fremmest har man da fra engelsk Side hævdet, at Guldfoden, som den i sidste Aar har fungeret, saa at sige har overlevet sig selv. Det er rigtigt, at Guldfoden, om vi ser tilbage paa Tiden før Krigen, fungerede anderledes end nu. Saa godt som ingen tænkte dengang paa, hvorvidt Guldfoden var den rette, og intet Land, der fastsatte Dækningsregler for sine Sedler, drømte om, at det derved kom til at øve Indflydelse paa den internationale Guldværdi. Efter Krigen har Diskussionen derimod drejet sig om, hvorvidt Guldfoden nu ogsaa var den rette, hvorvidt et Land gennem Ændringen af sit Pengevæsen øvede Indflydelse paa Guldværdien, og hvorvidt man kunde finde Former for international Regulering af Guldets Værdi. Det er Krigens Erfaringer m. H. t. Papirpenge, som her har sat sig Spor. Lad mig ogsaa minde om den Pengepolitik, de Forenede Stater slog ind paa i 1921, som bedre end mange Ord illustrerer den Ændring, der efter Krigen er sket. Her var der jo netop Tale om, at Guldstilstrømningen ikke fik Lov til at øve den automatiske Virkning paa Prisniveauet, som man regnede med før Krigen. Dette er ikke nogen Kritik af amerikansk Pengepolitik i disse Aar, men en Illustration paa Guldfodens Skiften. Thi det er netop et af Ankepunkterne fra engelsk Side, at de Lande, hvortil Guldet er strømmet, ikke har reageret heroverfor ved at udvide deres

Kredit. Guldstrømmen er netop Udtryk for, at Prisniveauet i et Land har været for højt i Forhold til Udlandet eller at det har andre Betalinger at yde; man betaler med Guld, men dette Guld maa da i det modtagende Land omsætte sig i et højere Prisniveau eller faldende Kapitalrente. Ikke-Reaktionen gør, at Prisniveauet i det guldudførende Land har maattet gaa yderligere ned, for at Ligevægt kunde genoprettes. Naar saa hertil kommer, at ogsaa Kreditorlandene for at redde sig ud af de Vanskeligheder, et faldende Prisniveau foraarsager, gaar over til stærkere og stærkere Toldbeskyttelse, kan Debitorlandene ikke efterkomme deres Forpligtelser uden at komme ind for yderligere Prisfald. Fremdeles kan det fremhæves, at som Beskyttelse bliver almindelig, maa Prisniveauet i det beskyttede Land stige i Forhold til Verdensprisniveauet, men dette er da kun et andet Udtryk for en Immobilisering af Guldet i Kreditorlandene, ti med det stigende Prisniveau lægger Omsætningen Beslag paa flere Omløbsmidler, og naar da Dækningsreglerne holdes uforandret, absorberer de beskyttede Lande stigende Mængder Guld, uden at dette kommer Verden som Helhed til Gode. Et af Ankepunkterne mod Guldfodens Fungeren er da netop ogsaa den stærke Udvikling af Toldbeskyttelsen, der er sket rundt om i Landene i det sidste Tiaar, idet det hævdes, at Guldfod og Frihandel bør gaa Haand i Haand. Man kan for saa vidt ogsaa indrømme det berettigede heri, som en international Guldfod tilsigter en Udvikling af international Samhandel og international Laangiven, saa at Prisniveauerne og Kapitalmarkederne i de enkelte Lande kan tilpasse sig efter hinanden. Efter sit Væsen tilsigter Guldfoden et internationalt økonomisk Samkvem, og kun om dette kommer i Stand, vil der være nogen Anledning til at fastholde Guldfoden. Som de enkelte Lande ved Toldmure søger at skabe sig et Prisniveau i Indlandet uafhængigt af Verdensprisniveauet, handler de i Modstrid med Guldfodens Aand, og som Beskyttelsen breder sig til større og større Dele af Verden og stadig øges, hindrer man i Virkeligheden det Verdensprisniveau i at danne sig, som Guldfoden tilsigter at give. Opløses Verdenssamfundet mere og mere i udadtil afsluttede Samfund med hver sit Prisniveau, indtræder der derfor den samme Situation, som man vilde have under Papirfod; ti Papirfoden, rigtigt administreret, giver jo netop det enkelte Land det Prisniveau, dette ønsker. Under disse Forhold bliver Fordelene for et Frihandelsland ved at holde fast ved Guldfoden meget problematisk, idet det relativt stabile Verdensprisniveau, der vilde fremkomme ved almindelig

Frihandel og ved en Pengepolitik, der automatisk rettede sig efter Gulddækningen, ikke kommer til Eksistens.

Grundtanken i denne Betragtning er utvivlsomt rigtig, og den maa — hvad iøvrigt ogsaa er fremhævet — konsekvent føre til, at England ikke igen vil kunne gaa tilbage til Guldfoden, før den internationale Kreditgivning genoprettes og Toldskrankerne sænkes. Unægtelig turde Udsigterne hertil være meget smaa; lad mig minde om det Manifest, som Bankfolk fra saa at sige alle Lande udsendte i 1926, og som hævdede et lignende Synspunkt om Forholdet mellem Guldfod og international Kreditgivning og Toldbeskyttelse, som det, der nu gøres gældende fra engelsk Side. Manifestet blev uden synlige Resultater, og det samme gælder de Proklamationer, der udgik fra den økonomiske Verdenskonference i Genève i 1927. Jeg kan derfor ikke se, at England kan gøre sig Haab om at faa Vanskelighederne for den internationale Guldfods automatiske Fungeren ryddet af Vejen i en nær Fremtid, og Følgen maa blive, at England ikke vender tilbage til Guldet, hvis det handler konsekvent; jeg understreger dette sidste, idet jeg vel ved, at man ikke altid handler konsekvent.

Gaar nemlig England tilbage til Guldfoden ved en Nedskrivning af Pundets Gulddindhold, uden at der samtidig sker dybtgaaende Reforme fra andre Landes Side, maa man vente, at akkurat de samme Momenter, der nu har tvunget England bort fra Guldet, snart igen kan komme til at gøre sig gældende. Den Idealisme, hvormed man i Øjeblikket fra engelsk Side omgiver Afgørelsen af 21. September, og som synes at vise et Ønske om at skabe en sundere Verdensøkonomi, vilde ganske forsvinde og tilbage vilde kun blive, at England i en vanskelig Situation greb til den Udvej at nedskrive Pundet.

Regner man med, at Reformkravene ikke vil kunne gennemføres og at England derfor definitivt opgiver Guldfoden, er det ogsaa vanskeligt at se, hvorledes England i en nær Fremtid vil kunne stabilisere Pundet saaledes som bebudet, om man herved tænker paa Stabilisering i den Forstand, som vi sædvanligvis har brugt Ordet i de forløbne Aar, d. v. s. Fastholden af en bestemt Kurs overfor Dollar og anden Guldvaluta. Lad os antage, at man finder det formaalstjenligt at stabilisere Pundet omkring 4 Dollars; engelske Banker maa da købe og sælge Dollars til den saaledes fixerede Kurs, men dermed har England jo de facto, om ikke de jure indført Guldveksselfoden og saaledes igen knyttet sig til Guldet. Falder Prisniveauet da i Guldlandene, maa ogsaa England gøre Bevægelsen med ganske paa samme



Maade som hidtil. — Tænker man sig derimod ved Stabilisering, en Stabilisering af det engelske Prisniveau, maa man omvendt finde sig i at faa varierende Kurser paa Guldlandenes Valuta, og det samme vil da gælde de Lande, der maatte følge Sterling, men for disse kommer der yderligere det Moment til, at det da er det engelske Prisniveau, og ikke deres eget Prisniveau, som bliver holdt uforandret. At dette i Praksis vil faa ganske andre Virkninger, end om det var Verdensprisniveauet, der gennem en internationalt reguleret Guldfod søgtes holdt konstant, behøver næppe nærmere Paavisning.

Som Indledning til Stabilisering vil England, som det ofte er fremhævet, lade Pundet finde sit naturlige Leje i Forhold til det engelske Prisniveau, idet man hævder, at Produktionsomkostningerne under de bestaaende Monopoldannelser ikke har kunnet nedsættes, saa at Produktionen har kunnet blive rentabel. Det er ud herfra, man maa se de engelske Bestræbelser for at holde det indenlandske Prisniveau konstant, idet man ikke ønsker nogen Inflation. Det er vanskeligt at se, hvorledes man tænker sig Pundet finde dette naturlige Leje. Bl. a. maa da i den nuværende Situation internationale Kapitaltransaktioner øve Indflydelse paa Pundet; bagom Ideen om Pundkursens Tilpasning efter engelsk Prisniveau ligger Tanken om Købekraftsparitets-teorien; naar man ikke kan tilpasse Pundets indenlandske Købekraft efter dets ydre Værdi, vil man nu tilpasse den udenlandske Værdi efter den indre Købekraft. Men som bekendt er en af de Indvendinger, man med Rette har rejst mod Købekraftsparitets-teorien, netop den, at den ikke lader Plads aaben for internationale Kapitaloverførsler. Naar f. Eks. England tilbagebetaler sine Dollarkrediter, maa dette — om det ikke sker ved at gøre Indgreb i Guldbeholdningen — sænke Sterlingkursen, og dette maa da atter hæve Priserne paa Importvarer i England og dermed forhøje det engelske Prisniveau, som Tilpasningstanken tager som det konstante Udgangspunkt; m. a. O. de internationale Kapitaloverførsler paavirker Vekselkurs, og Vekselkursen paavirker Prisniveauet, medens Tilpasningsteorien vil lade Vekselkursen fremgaa af Prisniveauet.

Men dernæst turde ogsaa selve Begrebet det indenlandske Prisniveau, som man gaar ud fra som det konstante i Tilpasningsprocessen, være meget uklart. Tænker man sig derved det indenlandske Detailprisniveau, saa maa dette nødvendigvis med Sterlingkursens Fald forskyde sig opefter i samme Omfang som Importvarerne indgaar deri, og det ligegyldig, hvor mange Love man vedtager om, at Priserne ikke maa stige. Det er naturligvis

rigtigt, at Detailprisniveauet, der ikke har fulgt Faldet i Engrospriserne, heller ikke behøver at stige i samme Grad som disse, ligesaa vel som Englands Opgivelse af Guldfoden kan føre til og sikkert ogsaa har ført til, at Importvarerne er faldet i Pris udtrykt i Guldvaluta, d. v. s. ikke steget i samme Grad, som Pundets Kurs er faldet; de Tal for Engrosprisniveauet, „Economist“ offentliggør, tyder ogsaa herpaa. Udfra det engelske Detailprisniveau maa jeg derfor mene det ugørligt i Øjeblikket at sige, hvor Pundets naturlige Leje er. Men det er vel ogsaa muligt, at mange tænker paa Pundets naturlige Leje, ikke i Forhold til Detailprisniveauet, men i Forhold til Arbejdslønnen eller Arbejdsløsheden. Vil man løse Arbejdsløshedsproblemet ved at forlade Guldet, d. v. s. tilpasse Pundkursen den gældende tarifmæssige Arbejdsløn, maa man konsekvent først stabilisere Pundkursen paa det Niveau, hvor saa mange Arbejdere er kommet i Arbejde, at man kun har normal Arbejdsløshed. — Men hvor er det? Er det saaledes, at engelsk Produktionsapparat er forældet, kan Pundkursen komme til at ligge relativt lavt, eller skal man tage Hensyn til de Strukturændringer, der er sket i Verdensøkonomien i de 10 Aar, hvor England har haft sin mægtige Arbejdsløshed, Overgangen fra Kul til Olie o. s. v.?

De forskellige Udgangspunkter for en Stabilisering, man saaledes nævner, er ved nærmere Undersøgelse ret uklare, og ganske særlig gælder det det indenlandske Prisniveau, om man betragter det i Forhold til Guldlandenes Prisniveauer, idet disse ganske naturligt forskyder sig ved Englands Bortgang fra Guldfoden. Denne i og for sig naturlige Reaktion, der tenderer mod at forværre Krisen i Guldlandene, vil derfor ogsaa bevirke, at man ikke kan sige, hvor Pundet bør stabiliseres. Beskytter Guldlandene sig mod den nu begunstigede engelske Eksport, hvad flere Lande allerede er kommet ind paa, bl. a. ved Bestemmelser om dumping, uagtet dette netop ikke skulde finde Anvendelse, maa dette tvinge Pundkursen ned og det naturlige Stabiliseringsniveau blive lavere. — Det er blevet fremhævet, at ved Opgivelse af Guldfoden opnaar England at begunstige Eksporten og mindske Importen i Øjeblikket, medens man ved en Indførselstold kun dæmmer op for Importen. Gaar vi ud fra uændret Prisniveau i Udlandet, vil følgelig en Indførselstold i England fordyre Importen, faa Pundet til at stige og dermed faa Eksporten til at tage af; gaar derfor England i større Omfang over til Toldbeskyttelse, vil Pundet finde sin Ligevægt i Forhold til Guldlandene paa et højere Niveau end ellers. Spørgsmaalet om Englands Stilling til Beskyttelsespolitikken viser sig her i et nyt

Lys; det er ikke alene med Hensyn til vore Eksportvarer til England, Spørgsmaalet er af Betydning, men ogsaa med Hensyn til Niveauet for Pundets Stabilisering.

Man kunde fremdrage mange andre Muligheder og spørge, hvad vil der ske, hvis o. s. v. Flere vil maaske mene, at det er ørkesløst at teoretisere over disse Spørgsmaal, som Livet selv paa en eller anden Maade vil løse, og at det da er tidsnok at tage Stilling hertil. Men kun ved at have aabent Øje for de Muligheder, den nuværende Situation byder, kan man i Virkeligheden danne sig et Skøn over, den Politik, man selv bør følge, saaledes som Problemet meldte sig her i Landet den 21. September.

Da Spørgsmaalet den Dag forelaa for Danmark, var det ganske naturligt, at man ikke havde tænkt sig denne Udgang af de engelske Vanskeligheder og for saa vidt stod uforberedt. Forholdene her i Landet laa ogsaa væsentlig anderledes end i England. Begge Lande har ganske vist mærket Verdenskrisen i det sidste Par Aar, men England havde forud herfor i aarevis haft en betydelig Arbejdsløshed og mindsket Opsparing, hvad der pegede hen imod, at der var sket en dybtgaaende Forandring i hele Englands internationale økonomiske Stilling. I Danmark havde vi vel i 1925 haft en Deflation, men det forekommer mig, at alt tyder paa, at vi var kommet over dennes Virkninger, og at de Vanskeligheder, Landbruget i 1930 kom ud for, skyldes den internationale Krise; jeg er overbevist om, at havde Aarene efter 1928 været normale ude i Verden, vilde ingen mere have talt om Deflationen her i Danmark. Jeg vil derfor ogsaa mene, at det er forkert Argumentation, naar man fra Landbrugets Side bygger sine Krav til det øvrige Samfund paa Deflationen i 1925. — Fraset de Virkninger, Verdenskrisen ogsaa har øvet her i Landet, var vor økonomiske Stilling god, hvad der allerede forekommer mig at fremgaa af, at Danmarks Gældsættelse til Udlandet var kommet ned paa saa smaa Beløb, som vi ikke har kendt i de sidste to Menneskealdre. Der var saaledes efter min Mening intet i vor indre økonomiske Stilling, der skulde bringe os bort fra Guldfoden i højere Grad end de andre Guldlande, der var ude for Verdenskrisen, ligesom det jo er værd at fremhæve, at Udlandet ikke i større Omfang kunde trække og heller ikke trak korte Penge bort her fra Landet, simpelt hen fordi man normalt ikke har større Beløb anbragt her, hvor intet Pengemarked findes.

Det er for bekendt til, at jeg behøver her at udgranske, hvorledes der udstedtes Eksportforbud for Guld, og hvorledes

dette den 29. September efterfulgtes af Loven, der fritog Nationalbanken for at indløse sine Sedler. Da dette var sket, var saaledes den danske Krone blevet en Papirkrone, og Spørgsmaalet maatte melde sig, hvilken ydre Værdi man vilde give den eller — kan man ogsaa sige — hvilken Valutapolitik man vilde slaa ind paa. Jeg kan ikke noksom understrege, at vi i denne Henseende var frit stillet. Thi den Omstændighed, at man ikke havde Indløsningspligt, havde i og for sig ikke hindret, at man havde fulgt Guldlandene og eksempelvis holdt Dollars omkring 3,77—3,80. Dette forekommer mig netop at maatte fremhæves nu, hvor der ude i Befolkningen allerede har dannet sig uklare Forestillinger om den Situation, der skabtes ved Loven af 29. September. Som en Reminiscens fra tidligere Aars Valutadiskussioner kan man saaledes nu høre, at Handelsbalancen er i Uorden, og at det er denne Omstændighed, der har bragt os til at opgive Guldfoden, og man kan se den Opfattelse, at den Omstændighed, at Nationalbanken ikke opretholdt Indløsningen med Guld, tvang os til at følge Sterling<sup>1)</sup>. Disse og lignende Anskuelse er ganske urigtige. At der i Tiden mellem 21. og 29. September her i Landet herskede en Nervøsitet, der gav sig Udslag i Krav om Guld, skriver sig vel i første Række derfra, at Valutanoteringen i det første Par Dage var suspenderet, og at Nationalbanken derefter, da Noteringen genoptoges, ikke fulgte nogen klar Linie. Hvorvidt Eksportforbudet for Guld har øvet Indflydelse paa Bankens Politik i disse Dage, skal jeg lade være usagt. Jeg personlig mener, at det under de givne Forhold var rigtigt, at Guldindløsningen ophævedes, og var det ikke sket den Dag, maatte det vel være kommet siden hen, da den kgl. Resolution nedsatte Dækningen til 33<sup>1</sup>/<sub>3</sub> pCt., idet dette sidste Skridt meget vel kunde tænkes at virke til at øge den nervøse Stemning i Befolkningen. Det kan ikke noksom indskærpes, at man her i Landet stod frit overfor den Politik, som skulde følges, og dette kom ogsaa klart til Orde i Rigsdagens Forhandlinger om Guldloven, idet man netop ikke vil tage Stilling for Dollar eller for Sterling, saa at vor Valuta-

---

<sup>1)</sup> Naar det anføres, at danske Kroner i de Dage, Valutanoteringen her i Landet var suspenderet, noteredes omtrent i den gamle Paritet overfor Sterling, og at dette var Udtryk for, at man ogsaa her i Landet havde et for højt Prisniveau el. lign., er dette sikkert forkert. Det var et Ræsonnement over, hvad Danmark vilde beslutte sig til, der dikterede denne Kurs, og det viste sig da ogsaa, at Udlandet snart efter noterede danske Kroner højere, ligesom Danmark selv uden større Vanskelighed nedsatte de udenlandske Valutakurser.

politik i Øjeblikket maa siges at ligge der, at man ikke gennem den bør afgøre noget med Hensyn til Kronens Fremtid<sup>1)</sup>); saaledes kan vel kortelig det Mandat udtrykkes, som Rigsdagen gav Handelsministeren og det nedsatte 4 Mands Udvalg.

Det er forstaaeligt, at man valgte saa nogenlunde at følge Sterling, idet Landbrugets Krise kun derved ikke vilde forværres; havde man fulgt Dollaren, behøver jeg ikke nærmere at skildre, hvorledes Forholdene her i Landet vilde have udviklet sig i den forløbne Maaned. Det maa derfor siges at være Hensynet til Landbrugets Produktionsinteresser, der kom til at diktere Valutakurserne her i Landet. Havde man ikke haft dette Hensyn at tage, kan jeg ikke se rettere end, at man maatte have valgt at holde Priseniveauet her i Landet uforandret, og dette maatte da rent øjeblikkeligt have ført til en Dollarkurs i Nærheden af Pari<sup>2)</sup>. Her i Landet var der — vil jeg hævde — ingen uovervunden Deflation, der, som i England, kunde gøre en anden Politik naturlig, og jeg ser ikke, at der kan være andet Maal for Pengepolitikken under en fri Valuta end Bevarelsen af Priseniveauet, om da Pengepolitikken skal dikteres ud fra samfundsmæssige Hensyn. Om man dermed i de kommende Maaneder nærmest vilde have fulgt Sterling eller Dollar, skal jeg ikke kunde sige, idet jeg netop ovenfor har gjort opmærksom paa, hvorledes Englands Opgivelse af Guldet hidtil har øvet et Tryk paa Priseniveauet i Guldlandene. Naar man tidligere holdt fast ved Guldfoden skyldes dette jo, som enhver ved, netop, at den før Verdenskrigen gav os et ret konstant Priseniveau over kortere Perioder, og at Pengeskabelsen og dermed ogsaa Priseniveauet var langt udenfor menneskelig og statslig Vilkaarlighed. Det er ud herfra, at jeg ogsaa maa mene det naturligt at opstille det konstante Priseniveau som foreløbigt Maal for Valutapolitikken. Men jeg er ikke saa ensidigt Teoretiker, at jeg ikke fuldtud kan se det berettigede i, at man den 29. September og siden hen nærmest fulgte Sterling. Det forekommer mig imidlertid at være af Betydning, at man erkender, hvorfor man gjorde det. Thi af en saadan Erkendelse følger dels at man

<sup>1)</sup> At det i givet Tilfælde kan være vanskeligt for et lille Land at gennemføre en saadan selvstændig Valutapolitik, behøver næppe nærmere at vises, men der var sikkert ingen anden Vej end at forsøge at gennemføre en saadan som midlertidig Foranstaltning.

<sup>2)</sup> At dette ogsaa fra andre Omraader maatte have ført til visse Vanskeligheder, siger sig selv. Blandt andet maatte vi vente, at Obligationskurserne her i Landet vilde være faldet stærkt, om vi havde fulgt Dollars, idet den deprecierede Krone jo maa gøre det muligt at holde Obligationskursen i tilsvarende Grad højere her end i Udlandet.

ikke slavisk skal følge Sterling — vi skal jo netop efter Rigsdagens Beslutning ikke følge Sterling saa lidt som Dollar, men holde Spørgsmaalet aabent — dels at Sterlingkursen bør bevæge sig nedefter, som Priserne paa Landbrugsvarer bedres i Udlandet.

Jeg ved meget vel, at man fra Erhvervslivets Side vil, at Valutakurserne skal ligge uforandret, men hvis dette skal opnaas, betyder dette, om man tør forudsætte at Sterling saa nogenlunde vil holde sig paa det nuværende Niveau, at vi allerede har taget Standpunkt for Sterling. Men Forlangendet om stabile Valutakurser i en Situation som den nuværende er i Virkeligheden umuligt at efterkomme; højst bør man stille Krav om relativt stabile Valutakurser.

Det forekommer mig imidlertid af Betydning, at man gør sig klart, at Tiden selv gennem de Valutakurser, man sætter, kan komme til at afgøre Spørgsmaalet, og at man er opmærksom paa de Konsekvenser, som mulig kan indtræffe. Man vil maaske hævde, at man netop vil følge den her angivne Linie at holde Prisniveauet konstant, idet man paa forskellig Vis har indprentet Befolkningen, at der ingen Anledning var til Prisforhøjelser. Jeg forstaar udmærket vel dette, idet en almindelig Prisforhøjelsesbølge over Landet kunde gøre overordentlig stor Skade; men at Importvarer successivt maa stige i Pris, i det Omfang som Udlandet ikke vil bære sin Del af Kronekursens Fald, er vel givet, og al menneskelig Beregning taler vel ogsaa for, at Prisniveauet som Helhed maa stige; Vekselkursen maa, som vi saa ovenfor ved Omtalen af engelske Forhold, øve sin Indflydelse paa det indenlandske Prisniveau, og man kan ikke i det lange Løb opretholde et konstant Prisniveau med en deprecieret Valuta, med mindre Guldlandenes Prisniveau falder i tilsvarende Grad, som Kronen er deprecieret. Af det, jeg tidligere har sagt, fremgaar det imidlertid, at man intet kan sige om det internationale Prisniveaus Reaktion over Englands Opgivelse af Guldfoden, og jeg skal derfor ogsaa vel afholde mig fra at spaa om det danske Prisniveaus Udvikling i den kommende Tid.

Man tør maaske imidlertid i Bestræbelserne for at holde det indenlandske Prisniveau konstant se et Udtryk for den Tanke, som jeg her har fremsat, at man kun kan holde Spørgsmaalet hen ved det konstante Prisniveau. Dette maa da ogsaa føre til, at man lader de udenlandske Valutakurser falde, som Priserne paa Landbrugets Eksportvarer stiger. Gør man ikke det, benytter man Lejligheden til at søge Landbrugskrisen løst, og Eftertiden vil kunne sige om den Politik, vi i saa Fald fører,

at man her i Landet ikke alene følte sig tvunget af den nuværende Krise til at forlade Kronens Guldverdi, men at man greb Lejligheden til at løse Krisen. Den logiske Konsekvens af noget saadant maa blive, at man ogsaa en anden Gang søger at komme udenom økonomiske Vanskeligheder ved bevidst at forringe Pengenes Verdi. Det er dette sidste Forhold, der sikkert har gjort, at der fra flere Sider er kommet Kritik frem overfor den Valutapolitik, man har ført siden den 29. Sept., men som det vil fremgaa af, hvad jeg har sagt, mener jeg ikke Kritiken berettiget. Først i det Øjeblik, Landbrugets Eksportvarer stiger, kommer den Stund, da Afgørelsen skal træffes, og jeg for mit Vedkommende er ikke i Tvivl om, at Rigsdagens Beslutning om at holde Spørgsmaalet hen, konsekvent maa føre til, at Sterlingkursen da sættes ned. Det er kun Linién, jeg her søger at trække op, og jeg er klar over, at om Priserne paa Landbrugets Eksportvarer ikke stiger, faar hele dette Problem kun teoretisk Interesse. Men det er jo ogsaa muligt, at det melder sig i en nær Fremtid. Sker dette sidste, føler jeg mig overbevist om, at man i det lange Løb vil staa slg ved at følge den antydede Linie, og da ikke mindst naar Regningen engang bliver præsenteret ved Forrentning og Tilbagebetaling af vore Laan i fremmed Guldvaluta, der vel løber op til ca. 900 Mill. Kr. Man vil forstaa, at mit Standpunkt ikke er, at vi skal tilbage til den gamle Guldparitet, hvad der jo som Tiden gaar vilde blive vanskeligere og vanskeligere, men at vi ikke bør forringe Kronen udover det Punkt, som angives af, at Landbrugets Eksportpriser ikke kunde taale en yderligere Forringelse.

Jeg har sagt, at jeg ikke skal spaa om Fremtiden, og jeg skal da til Slut blot pege paa nogle af de Muligheder, som den nuværende Situation kan afføde. Er det saaledes, at Verden vil blive delt i to Grupper: Guldlande og Ikke-Guldlande med indbyrdes varierende Vekselkurser? Er det saaledes, at England vil føre en Politik, der stabiliser det indenlandske Prisniveau — ja, saa melder Spørgsmaalet om Danmarks Stilling sig i en ny Form. Er det saaledes, at Englands Skridt yderligere har vanskeliggjort international Kreditgivning, og maa Debitorlande ikke komme til at lide herunder, naar nye Laan skal stiftes? Tør man vente, at den internationale Konference om Pengevæsenet nu kommer i Stand, som Macmillan Kommissionen efterlyste, men som hidtil er strandet paa Frankrigs Modstand? Tør man antage, at Spørgsmaalet om en international Regulering af Guldverdien nu tages op mellem de store Lande, saa at det bliver

muligt for England igen at vende tilbage til Guldet? Maa man ikke vente, at Guldvekselfodens Dage nu er talte, og at denne Omstændighed kan medføre, at Kravet om Guld bliver stærkere? Hvorledes bliver det muligt at styrke Seddelbankens Stilling, saa at den kan føre en national Valutapolitik til Trods for de korte internationale Krediter? Ja, Spørgsmaalene taarner sig op, og man formaar end ikke at sige, om ikke det, der nu er sket, kan øve Indflydelse paa hele Verdenskonjunkturen. Hidtil har vi jo behandlet Spørgsmaalene ud fra den Forudsætning, at den Opblomstring af engelsk Næringsliv, som den lavere Pundkurs skulde betinge, for Verden som Helhed købes med en tilsvarende Forringelse af Konjunkturen i Guldlandene. Men bestaar den Mulighed ikke, at den opadgaaende Konjunktur, som viser sig i Pund-Landene, kan slæbe Guldlandene med, saa at Verdenskonjunkturen i sin Helhed vendes? Eller vil en opadgaaende Konjunktur i disse ikke blive den naturlige Følge af det meget Guld, som Kreditorlandene har modtaget, naar Mistilliden begynder at forsvinde? — Ingen kan sige noget om, hvilke af disse Spørgsmaal der vil melde sig i den kommende Tid, langt mindre hvad Løsningen vil blive. Men kun ved at diskutere Mulighederne vinder man Forstaaelse af Øjeblikkets Problemer og kun derved staar man beredt til at vælge, naar det „uforudsete“ indtræffer.

---