

VALUTAKURSERNE

Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 10. Februar 1920

Af

Einar Cohn.

Det er gaaet os her til Lands som det er gaaet i en Del andre Lande: Da Stigningen i Prisniveauet ikke mere formaaede at forskrække os, dels fordi Gengtagelsen sløver, dels fordi alle havde fundet det Lægemiddel, der bestod i for deres Vedkommende, der levede af Løn, at kræve højere Løn og for deres Vedkommende, der levede af at sælge Varer, yderligere at forhøje Priserne, saa opdagede vi en skønne Dag, at det Fald i vor Krones Købeevne, som Prisstigningen paa Hjemmemarkedet betød, det fandtes nu ogsaa, naar vi skulde bruge Kronen til at købe Varer hjem for fra det Udland, der endnu i noget Omfang havde Varer at sælge. Da £- og \$-Noteringerne henimod Midten af December 1919 var naaet op paa en Bølgetop, henholdsvis 21.23 og 5.67, var vor Krone faldet 17 % overfor £ og 52 % overfor \$, og den 7. Februar 1920, da £-Kursen var 22.35 og \$-Kursen 6.80, var den danske Krone faldet 23 % overfor £ og 82 % overfor \$.

Spørgsmaalet om Aarsagerne til Valutakursernes Fald og dermed bl. a. til, hvilke Lægemidler, der maatte være at anvende, har baade her og andetsteds givet Anledning til megen Skriven og mundtlig Drøftelse. De efterfølgende Bemærkninger tilstræber at give et Bidrag til denne Drøftelse ved gennem almindelige Betragtninger og foreliggende Erfaringer at belyse nogle af de Faktorer, der paavirker Valutakurserne.

Under normale Forhold bestemmes Forholdet mellem to Landes Valutaer i det væsentlige af Forholdet mellem deres Prisniveauer. Hvis jeg i Tyskland kan købe den samme Varemængde for 100 Mark, som jeg i Danmark kan købe for 89 Kr., saa bliver Markkursen i København 89, og naar Valutakurserne overalt svinger omkring de Tal, der angiver Forholdet mellem Guldindholdet i de paagældende Landes Hovedmønter, ligger dette i, at normalt, i det aabne Verdensmarked, er Guldets Købeevne omtrent lige stor alle Vegne.

Stiger nu f. Ex. Prisniveauet i Tyskland, saa bliver det fordelagtigt at indføre Varer dertil fra de Lande, hvis Prisniveau ikke er steget saa stærkt. Denne Fordel vedbliver at bestaa, indtil den større Indførsel har medført et saa stort Udbud i Marktilgodehavender i de andre Lande, at Markens Kurs er faldet forholdsvis ligesaa meget, som det tyske Prisniveau er steget. Kursens Bevægelse ned mod dette Punkt fremskyndes ved, at det højere tyske Prisniveau vanskeliggør Udførselen fra Tyskland til Lande med et lavere Prisniveau. Derved indskrænkes disse Landes Efterspørgsel efter Mark til Dækning af Import fra Tyskland, og derigennem fremskyndes som sagt Markkursens Fald.

Forskydningen i Prisniveauet medfører altsaa en

Forskydning i Handelsbalancen mellem det Land, hvis Prisniveau er steget resp. faldet og de øvrige Lande. Handelsbalancen er det Mellemlid, hvorigennem Prisniveauet paavirker Vexelkurserne. Men Handels- (og navnlig Betalings-) Balancen paavirkes ogsaa af andre Forhold, saasom af kunstige lovmæssige Standsninger i den almindelige Samhandel, af Forhøjelse af Priserne paa Exportartiklerne fra det Land, hvis Valuta er deprecieret eller som har Mangel paa sine Varer, af Guldforfødsler og Export af Værdipapirer m. v., og naturligvis ogsaa, hvis Prisniveauet mere eller mindre stiger overalt. Desuden paavirker de „usynlige“ Indtægter (Fragtfart, Renter af Kapitaler i Udlandet m. v.) jo ogsaa Betalingsbalancen. Man kan som Følge af disse forskellige Faktorer Indflydelse ikke vente at finde Parallellisme mellem Bevægelserne i Prisniveauet og Bevægelserne i Vexelkurserne, rent bortset fra, at nøjagtige Maalinger af Prisniveauet praktisk talt ikke lader sig gennemføre, ogsaa fordi Varerne jo i disse Tider ikke jævnt er steget i Pris, men snart er en, snart er en anden Gruppe Varer jaget til Vejs.

Hertil kommer yderligere, at Tilliden til et Lands økonomiske Fremtid og Spekulation i dets Valuta kan bringe dets Valutakurser til at svinge ud fra de Sæter, hvorpaa de — alle reelle økonomiske Forhold tage i Betragtning — skulde befinde sig.

Men alt dette udelukker ikke, at Prisniveauet har den omhandlede Betydning, og jeg vil da nærmere undersøge de Faktorer, der ved at paavirke Prisniveauet gennem dette paavirker Vexelkurserne. Dette vil navnlig blive en Undersøgelse af Inflationens Indvirkning paa Valutakurserne gennem Prisniveauet.

Det, der er det karakteristiske for Markedsforhol-

dene i Krigsaarene er jo Tilbudets svigtende Evne til at følge med Efterspørgslen, dels fordi Tilbudet er aftagende, dels fordi Efterspørgslen er stigende. Indkaldelserne til Hærene, Omlægning af Fredsindustrier til uproduktive Krigsindustrier, de langvarige og farlige Sejladser, Jordens daarlige Behandling, alt dette gør Tilbudet mindre. Samtidig har Efterspørgslen snarest en Tendens til at stige ved, at der igennem Seddeludstedelse, Stats- og Kommunelaan og meget stærk Formuebeskatning skabes ny Købekraft; de faste Værdier gøres paa denne Maade flydende. Fremtidens Efterspørgsel samles ind paa Nutidens Haand. Herved skabes Inflationen.

Ved Inflation forstaar jeg den Prisstigning, der skyldes en Seddeludstedelse, som overstiger de til Markedets Krav normalt svarende Omløbsmidler. Man har benægtet, at det var muligt at udstede flere Penge, end Markedet krævede. Men naar en Stat optager store Laan eller hos Centralbanken overtrækker sin Konto og med de derved erhvervede Penge efterspørger Varer og Tjenester, saa er der derved bragt flere Betalingsmidler ud i Omsætningen, end der svarede til dennes normale Krav; saa opstaar Inflationen. Forløbet af den herved opstaaede økonomiske Proces mener jeg i grove Linier at kunne karakterisere saaledes: Staten har Brug for en Række Nødvendighedsartikler: Krigsmateriel, Fødevarer, Beklædningsgenstande, som den for enhver Pris skal købe eller beordre fremstillet. Efterspørgslen efter disse Varer stiger, uden at det er muligt for Tilbudet at følge med, Priserne stiger og dermed Indtægterne for Arbejdsgivere og Arbejdere i de Erhverv, der her kommer i Betragtning.

De Paagældendes større Indkomster og Løn gør dem villige til at betale mere for en Række Forbrugsartikler, hvis Pris dernæst stiger. Saaledes breder Prisstigningen sig gennem Samfundet ud fra disse af Staten udgivne Penge. Hertil kommer yderligere, at disse Penge ogsaa anvendes til Løn for Soldaterne, som til Gengæld intet produktivt Arbejde yder, og saaledes for deres Vedkommende alene bliver Købere uden tillige at være Sælgere. Paa den ene Side forøges Omløbsmidlerne, paa den anden Side nedsættes paa mange Omraader Produktionen. Disse Faktorer tilsammen gør, at Prisniveauet stiger, og dermed fremkommer den ovenfor beskrevne ugunstige Virkning paa Handelsbalancen og derigennem paa Vexelkurserne.

Men foruden denne Stigning i Prisniveauet vil ogsaa den før omtalte Omstændighed, at Produktionen paa Grund af Indkaldelserne m. v. nedsættes, virke ugunstigt paa Handelsbalancen, idet jo derigennem Mængden af de til Udførsel disponible Varer forringes, rent bortset fra, at man ved Udførselsforbud o. l. kunstigt forstærker dette Misforhold.

Dette er som sagt i meget grove Linier Forløbet i et krigsførende Land. Det ligger da nu nær at undersøge, om og i hvilket Omfang tilsvarende Forhold har gjort sig gældende her i Landet, for at vi derigennem kunde faa noget Kendskab til, hvilke Faktorer der ad denne Vej har paavirket vort Prisniveau og derigennem vore Vexelkurser.

Det lader sig nu først rent statistisk paavise, at Inflationen sydfra først indirekte og siden ogsaa direkte kommer ind hos os. Fra Oktober—November Maanedre 1914 begynder Priserne paa Smør, Æg og Flæsk

at stige ud over det for den paagældende Aarstid normale under den stærke Efterspørgsel sydira, fra December Maaned stiger Priserne paa Kreaturer. En nærmere Undersøgelse af Exporttallene viser, at medens vi i Aaret 1913 udførte ca. 12 000 hkg Smør til Tyskland, var Udførslen i 1914 næsten 45 000 hkg og i 1915: 262 000 hkg. Af Flæsk udførte vi til Tyskland i 1913: 17 000 hkg, i 1914 38 000, men i 1915 338 000 hkg. Af disse to Varer var Udførslen til England samtidig snarest i Tilbagegang. Tilsvarende stærke Stigninger var der for de Varers Vedkommende, vi normalt kun udførte til Tyskland: Kreaturer, Kød af Hornkvæg samt Heste, endvidere umiddelbart efter Krigens Udbrud for Huder og Skind, Læder og Lædervarer, indtil Udførselsforbud udstedtes. Af Kødkonserves, den senere saa berømte Gullasj, fandt der i 1913 en Udførsel Sted, der havde en Værdi af ca. 380 000 Kr.; i 1914 var Værdien af denne Udførsel steget til næsten 10 Mill. Kr., i 1915 til 28 og i 1916 til næsten 36 Mill. Kr. Af Bouillonterninger var der ingen Udførsel i 1913, i 1914 havde Udførslen en Værdi af 4000 Kr., i 1915 af 117 000 Kr. og i 1916 af over 7½ Mill. Kr.

Mangelen paa de for Krigsførelsen betydningsfulde Varer i Forbindelse med de krigsførende Staters Evne til ved Seddeludstedelse for enhver Pris at skaffe sig dem, medfører altsaa for Centraleuropas Vedkommende en stærk Prisstigning paa dem, og dette høje Prisniveau virker stærkt ansporende paa Importen fra andre Lande, in casu Danmark. At Priserne paa Udførselsvarerne fra Centralmagterne efterhaanden ogsaa stiger i Pris, dels ved den fra Livsfornødenheds- og Krigsmaterielindustriernes udgaaende Inflation, dels ved

den store Mangel paa alle Varer, der eiterhaanden opstaar, gør mindre med Hensyn til Udførselsvarernes Konkurrenceevne i de omliggende neutrale Lande, fordi de stærkt stigende Fragter gør Varer, der skal komme søværts, dyrere, og fordi Produktionens Aftagen Verden over i Forbindelse med Blokaden efterhaanden giver de Varer, Centralmagterne har til Udførsel, Monopolværdi. Men det er dog ikke nok til at hindre, at Centralmagternes Handelsbalance bliver saa ugunstig, at Markkursen i København ved Udgangen af 1916 er 61.50 og den østerrigske Kronekurs 38.50. Og det forbavser ogsaa mindre, naar man overfor den store foran omtalte Udførsel til Centralmagterne f. Eks. alene lægger Mærke til, at Indførslen her til Landet fra Tyskland af grovere Klædningsstoffer i 1913 udgjorde godt 7000 hkg og derefter var stærkt faldende gennem 1914 og 1915 og i 1916 udgjorde 500 hkg, d. v. s. en Fjortendedel. For finere Klædningsstoffer var de tilsvarende Tal: 6300 og 630; d. v. s. at her fandt et Fald Sted til en Tiendedel af det normale.

Det høje Prisniveau og den stærke Efterspørgsel sydfra paavirker nu vort Prisniveau ved, at de Priser, der kan opnaaes for Varerne i det sydlige Udland bliver bestemmende for, hvor lavt man vil gaa med sin Pris herhjemme. Der opstaar derfor her i Landet de foran omtalte Prisstigninger for en Række Livsfor nødenheder, og vi har i denne Sammenhæng et karakteristisk Exempel paa, hvorledes Stigningen i Prisniveauet har en uimodstaaelig Tendens til at brede sig. Da man nemlig i December Maaned 1914 stod overfor at skulle fastsætte Maximalpris paa Rug, havde de ved Smitte sydfra overførte Prisstigninger allerede

faaet en saadan Karakter, at den Vurderingskommission, der med Generaldirektør Koefoed som Formand, foretog en Vurdering af tre Partier exproprieret Rug for at skabe et Grundlag for Maximalprisiastsættelsen, vurderede Rugen til 18½ Kr. pr. Td. ud fra en „Beregning over Produktionsomkostningerne med et rigeligt Tillæg for Pengenes faldne Købeevne og Livsfornødhedernes Prisstigning.“ (Man ser af Prof. V. Bentzons Særudtalelse, at der er regnet med en Produktionspris paa 12 Kr. og 50 % i Dyrtidsomkostninger). Og Kommissionen siger udtrykkelig, at den ikke vil tage Hensyn til hele den ved Krigen og særlig ved Hindringer for Varetilførslen (af Rug) fremkaldte Tvangssituation og deraf fremkaldte Stigning i Rugprisen. De paa Grund af Indflydelsen sydfra stigende Priser paa Livsfornødheder medfører altsaa en Stigning paa 50 % i Prisen paa vort vigtigste Fødemiddel: den danske Rug. Dette er, hvad jeg har ment med, at Inflationen overførtes indirekte, ved Smitte.

Men den er ogsaa overført direkte, ved Guldforsendelser. Thi det er naturligvis principielt det samme, om der udstedes Sedler eller fra Centralbanken bringes Guld ud i Omsætningen, det ene gør man i Indlandet, det andet til Udlandet; ved Udgangen af Oktober 1914 var Nationalbankens Guldbeholdning 72 Mill. Kr., en Maaned senere 81 Mill. Kr., ved Udgangen af Aaret næsten 95 Mill. Kr., ved Udgangen af Januar 1915: 109 Mill. Kr. og er derefter fra Tid til anden bleven forøget, til den nu udgør ca. 230 Mill. Kr.

Derimod tror jeg ikke, man kan sige, at vi her i Landet har skabt Inflation ved overdreven Seddeludstedelse. Jeg lægger i denne Sammenhæng ingen

Vægt paa, at Nationalbankens cirkulerende Seddelmængde den 31. Juli 1914 var 194 Mill. Kr. overfor en Guldbeholdning paa 72 Mill., d. v. s. 37 % Guld-dækning mod den 24. Januar 1920: 438 Mill. Kr. Seddelcirkulation og 230 Mill. Kr., eller 52 % Guld-dækning, altsaa en meget finere Status end umiddelbart før Krigens Udbrud. Tilvæksten i Guldbeholdningen har som antydet sine særlige Grunde, og de 432 Mill. Kr. Sedler kunde derfor godt være for mange. Men naar jeg dog ikke tror man kan sige, de er det, hvormed jeg mener, at de er skabt af Stigningen i Priseniveauet og ikke omvendt har skabt den, saa kommer jeg dertil ud fra følgende Betragtninger: Saalænge Forøgelsen af Seddelcirkulationen ikke vedvarende overstiger et Beløb, der svarer til Nationens aarlige Opsparinger, kan Prisstigningen ikke skyldes Seddelmængden, idet der da ikke udstedes flere Sedler, end der svarer til de disponible Varer. Det er først, naar Vareproduktionen ikke mere kan holde Skridt med Seddeludstedelsen, naar Formuerne gennem Statslaan og saadanne Skatter, at der i Virkeligheden foreligger maskeret Formue-Expropriation, gøres flydende og omsættes i nutidig Købekraft, at Inflationen opstaar. Men jeg mener, at hvis man med Støtte i de foreliggende Beregninger opgør Landets Nationalindtægt før Krigen til 1200 Mill. Kr. og Forbruget til 1000 Mill. Kr. — jeg regner københavnske Arbejderfamilier, for hvilke Husholdningsregnskaber foreligger, som normale for Landets Familier, hvorefter der skulde være 600 000 saadanne Gennemsnitsfamilier i Landet med et aarligt Forbrug af henimod 1800 Kr. — faar man en aarlig Opsparing af 200 Mill. Kr. i Aarene før

Krigen, hvilket Tal svarer meget godt til Stigningen i de skatteansatte Formuer og ogsaa forholdsmæssigt set til de Opgørelser, Helfferich har foretaget i 1913 for Tyskland, og som jeg straks skal komme tilbage til. Denne Opsparing paa 200 Mill. Kr. før Krigen svarer med det nuværende Prisniveau til 500 Mill. Kr.; men Forøgelsen i Nationalbankens Seddelcirkulation er kun 250 Mill. Kr., altsaa kun Halvdelen af det Beløb, der svarer til Nationens aarlige Opsparinger. Naturligvis spiller Sedlernes Omløbshastighed, Hengemning af Metalpenge, Kreditens Svigten m. v. deres Rolle, men jeg mener at kunne se bort herfra i denne Sammenhæng, saameget mere som samtlige disse Omstændigheder skulde retfærdiggøre en Stigning i den cirkulerende Seddelmængde. Derimod giver Tallene for Tysklands Vedkommende et ganske andet Billede. Jeg holder mig til de Beregninger, Prof. Cassel foretog i sin Bog: Tysklands økonomiska motståndskraft, omtrent to Aar efter Krigsudbruddet. Da anslog han Krigen til at have kostet 40 Milliarder Mark; Helfferich har opgjort Tysklands Nationalindtægt til 50 Milliarder Mark, hvoraf 8 a 9 Milliarder til Opsparing. Men selv om dette Tal ved Indskrækning i Forbruget har kunnet bringes i Vejret, har Produktionen paa den anden Side ikke kunnet give de normale 50 Milliarder. Der staar da for de to Aar højst 20 Milliarder Mark Opsparing overfor de 40 Milliarder, der skaffedes ved Statslaan og Seddeludstedelse i Forening. Deraf baade Inflationen og vel sluttelig Sammenbruddet.

Selv om jeg altsaa mener, vi ikke selv har skabt Inflation, saa er vort Prisniveau dels smittet heraf, dels steget som Følge af den almindelige Verdensknaphed

paa Varer og som Følge af de gode Indtægter, Landet har haft under Krigen. Og da disse gode Indtægter, som jeg straks skal komme tilbage til, gennem højere Lønninger er bleven fordelte, saa har de foraarsaget en Efterspørgsel, der for mange Varers Vedkommende har muliggjort et saa højt Prisniveau her i Landet, at Indførselen af disse Varer har haft et meget stort Omfang og derved i høj Grad paavirket Handelsbalancen ugunstigt.

Det er jo utvivlsomt, at et stigende Pris- og Indtægtsniveau forvirrer Begreberne; man har flere Penge mellem Hænder end man plejer, og tror, at man kan tillade sig, hvad man ikke tidligere har haft Raad til. Men bortset herfra har der jo f. Eks. her i Landet været saa store reelle Indtægtsforskydninger og Indtægtsstigninger, at helt nye Køberlag er kommet frem og har efterspurgt baade de rene Luxusvarer (Drikkevarer, det amerikanske Flæsk og Fedt, fine Kolonialvarer o. l.) og de Varer, der ligger paa Grænsen mellem Luxus og Nytte (mange Slags Manufakturvarer). Og Efterspørgslen efter saadanne Varer er steget ogsaa af den Grund, at Indtægtsforbedringerne i de brede Lag ogsaa er kommen de helt unge til Gode, der har mindre Brug for Pengene til nyttige Formaal, medens de ældre f. Eks. af Boligforholdene er blevne forhindrede i at bruge en Del af de større Indtægter til derfor at skaffe sig og Familien noget saa uhyre nyttigt — socialt set — som en bedre Bolig.

Jeg skal til Belysning af denne Indtægtsforskydning anføre, at der i 1908 var ca. 200 000 Personer ansat til Skat med en Indtægt af over 1 200 Kr., men i 1918 var dette Antal næsten 3dobbel, nemlig til godt 575 000

Personer. Af disse Personer med en Indtægt af over 1 200 Kr., havde i 1908: 60 % imellem 1 200 og 2 000 Kr., men i 1918 havde kun 40 % en saa ringe Indtægt. Indtægtsgrupperne under 2 000 Kr. viser saaledes Nedgang fra 1908 til 1918, medens Grupperne over 2 000 Kr. viser en Stigning, der var stærkest for de helt store Indtægter, svagest for Indtægterne imellem 2 og 3 000 Kr. og Mellemindtægterne (4—6 000 Kr.), jfr. nedenstaaende Tal:

Indkomst Kr.	Skatteansættelserne 1918		Skatteansættelserne 1908	
	Antal	%	Antal	%
1 200— 1 600	128 525	22.30	66 337	33.43
1 600— 2 000	99 274	17.22	54 980	27.71
2 000— 3 000	167 637	29.08	39 964	20.14
3 000— 4 000	69 976	12.13	14 437	7.23
4 000— 6 000	49 878	8.65	11 275	5.63
6 000— 10 000	33 591	5.83	6 585	3.32
10 000— 20 000	17 125	2.97	3 285	1.65
20 000— 50 000	7 377	1.28	1 203	0.61
50 000— 100 000	1 869	0.33	234	0.12
100 000 og derover	1 217	0.21	119	0.06
	576 469	100.00	198 419	100.00
800— 1 000	56 889	—	91 077	—
1 000— 1 200	62 995	—	76 472	—

Der var i 1908 1 500 Personer her i Landet, der var ansat til en Skatteindtægt af over 20 000 Kr., men i 1918 var Tallet over 10 000. Grunden til Stigningen i de lavere Indtægtsgrupper maa naturligvis først og fremmest søges i Bevægelserne i Arbejdslønnen. Statistiken herover viser, at den gennemsnitlige Timefor-

tjeneste var steget saaledes fra 1914 til April Kvartal 1919, at en faglært Arbejder med Arbejde i Aarets samtlige 300 Dage baade i 1914 og 1919 og $9\frac{1}{2}$ Times dagligt Arbejde i 1914 mod $8\frac{1}{2}$ Times i 1919 vilde have en Aarsfortjeneste i 1914 paa 1860 Kr., men i 1919 paa 3880 Kr., medens Stigningen for en ufaglært beregnet paa samme Maade var fra 1460 til 3180 Kr. Men Stigningen for de lavere Indtægter skyldes foruden Stigningen i den egentlige Arbejdsløn ogsaa den Omstændighed, at Indehaverne af de store Indtægter anvender en betydelig Del til Betaling af personlige Tjenesteydelser lige fra deres egne Gartnere, Chauffører, Tjenere o. s. v. til de højt gagerede Sangere og Skuespillerinder o. l., der igen for deres Del lader Pengene gaa til tilsvarende eller andre Luxus-Formaal. Det er jo ad denne Vej, at den enkelte Rigmand formaar at foraarsage et Luxusforbrug, der meget overstiger hvad et enkelt Menneske kan overkomme; og i det Omfang dette afledede Luxusforbrug tilfredsstilles af fremmede Varer, paavirkes Handelsbalancen deraf, og dermed Vexelkurserne.

Gennem de Indtægtsforskydninger, disse Tal viser, har vi delt den 1 Milliard Kr., vi ved Udgangen af 1918 havde tilgode i Udlandet og har i Løbet af 1919 under gensidig skulende Misundelse i alt væsentlig spist Pengene op.

Naar dette har kunnet gaa saa hastigt, har det ogsaa sin Grund i, at Mængder af Varer kom ind i Aaret 1919, som var købt aarevis forud og ikke tidligere har kunnet komme frem. Disse Varer var hyppigt købt, fordi man i lange Perioder af Krigen købte praktisk talt alt, hvad man kunde komme til. Dels var der

tilsyneladende ingen Risiko derved, Priserne var stadigt stigende, saa at de, der havde Lagre, var vel fjerne. Desuden var det saa usikkert, hvad der overhovedet naaede frem af det man havde købt, at man ligefrem maatte regne med, at meget udeblev. Men kom det nu altsammen og næsten samtidigt var det ikke underligt, at det blev store Mængder.

Det samlede Resultat af alt dette blev, at Danmarks Indførsel fra Udlandet i 1919 kom til at udgøre 2519 Mill. Kr., Udførslen af indenlandske Varer og Genudførsel ialt ca. 900 Mill. Kr. Lad Skibsfart og Storhandel have givet os 600 Mill. Kr., saa er vi gaaet ud af Aaret 1919 med et Underskud paa vor Betalingsbalance overfor Udlandet med 1 Milliard Kr.

Det er i disse Tider saa hyppigt udviklet, hvorledes dette sørgelige Resultat er fremkommet. Vi har i 1919 indført for 174 Mill. Kr. Kolonialvarer og for 30 Mill. Kr. Drikkevarer, for næsten 610 Mill. Kr. Spindestoffer og Manufakturvarer, 6200 Stk. færdige Automobiles, Benzin til disse o. s. v., en hel Række af Varer, som vi i hvert Fald skulde have indført meget lidt af, da vi maatte betale dem med vore opsparede Midler, al den Stund vore løbende Indtægter ikke gav os meget ud over, hvad vi skulde bruge til Kul, til Gødnings- og Foderstoffer til Landbruget og til de fornødne Raavarer til iøvrigt at holde vore Erhverv i Gang. Paa denne Maade har vi gennem Handelsbalancen paavirket vore Vexelkurser.

Men der maa dog nævnes et Par andre Faktorer, der udenom Handelsbalancen paavirker Vexelkurserne. Den ene er Spekulationen i Valuta, der jo hyppigt har den Virkning at forstærke Bevægelserne. Falder

Kurserne haaber Køberne, at Faldet skal vedblive, og holder sig tilbage, hvorved Kurserne yderligere trykkes. Og omvendt, stiger de, frygter Køberne, at Stigningen skal fortsættes, og dækker ind, hvorved Bevægelsen opad fremmes. Imod denne Spekulation i Valutakurserne indførte Tyskland i 1916 sin Devise-Ordning, der i et helt Aar i Virkeligheden kun var et Forsøg paa at sætte Maximalpris paa Valutaerne; Holland synes nu at være inde paa det samme. Først i Februar 1917 begyndte man i Tyskland ogsaa at regulere selve Udenrigsomsætningen. En anden Faktor — og den maa f. Eks. i Øjeblikket siges at have den største Betydning for den tyske Markkurs — er Tilliden til et Lands hele fremtidige Økonomi. Naar den tyske Markkurs i Øjeblikket maa siges at være adskilligt under Markens Købeevne i Tyskland, et Tilfælde en tysk Teoretiker¹⁾ i December 1918 ikke vilde behandle, fordi han ansaa det for „sehr unwarscheinlich“, saa skyldes det utvivlsomt foruden den store Udførsel af tyske Betalingsmidler baade Indlandets og Udlandets Tvivl om Landets Fremtid, der har givet sig Udslag i Indlandets Bestræbelser efter for næsten enhver Pris at erhverve sig andre Tilgodehavender for Markværdierne og Udlandets Utilbøjelighed til vedblivende at optage disse. Og endelig skal jeg erindre om, at Valutakurserne er internationale Priser, og at det enkelte Land, især det enkelte lille Land, kun i ringe Grad gennem sin Handelsbalance formaar at paavirke dem. Men her til kommer, at et Lands Valutanoteringer paa et andet paavirkes af Landets samlede Betalingsbalance overfor Udlandet.

¹⁾ F. Eulenburg: Archiv für Socialwissenschaft 1919, S. 518.

Naar vor Betalingsmaade over for Udlandet er daarligere end f. Eks. Sveriges og Norges, saa maa Valuta-Noteringerne staa højere i København end i Stockholm og Kristiania; deraf opstaar Disagioen. Men er denne først opstaaet, kan den medvirke til at forøge Misforholdet, ved at Svingninger i Disagioen kan gøre det fordelagtigt for norske og svenske Kreditorer at trække deres danske Tilgodehavender hjem i fremmed Valuta, hvorved disses Kurser hernede sættes i Vejret. Men der er en anden stor Aarsag, der er ganske uden Sammenhæng med vor Betalingsbalance, og det er Europas Gæld til Amerika. Selv om vi ikke selv skulde bruge en eneste Dollar af dem, vi fik ind, saa vilde dog Verdensmarkedets Efterspørgsel efter Dollars sætte \$-Kursen her op. Ifølge foreliggende Oplysninger har Europas Overskuds-Import fra U. S. A. i 1919 beløbet sig til 4435 Mill. \$, idet U. S. A. har udført til Europa for 5186 Mill. \$ og indført for 751 Mill. \$. Hertil kommer, at Europa af U. S. A. har laant 10000 Mill. \$, der skal forrentes og afdrages. En Sammenligning mellem Valutakurserne i København og Stockholm belyser klart dette. Den 6. Februar 1920 var £-Kursen i Stockholm 18,15, d. v. s. Pari, samtidig var \$ 5,60, d. v. s. næsten 2 Kr. over Pari. For vort Vedkommende skyldes altsaa Disagioen over for Dollars fra 3,73 til 5,60 £-Disagioen, som vi ingen Indflydelse har paa, medens Resten af Forskellen fra 5,70 til 6,80, væsentligst maa antages at skyldes, at vor Betalingsbalance over for Udlandet er ugunstigere end Sveriges.

Konklusionen af det her fremførte er altsaa den, at en Del af vore Valutavanskeligheder skyldes for stor Indførsel, en anden Del for ringe en Udførsel —

saavel hvad Mængden som de opnaaede Priser angaar -- og endelig er der en Del af Vanskelighederne, der skyldes Aarsager, der ligger helt uden for vor Om-sætning med Udlandet. Det er nødvendigt at fastholde dette, naar vi vil drøfte Mulighederne for Foranstaltninger til Bedring af vore Valutaforhold.

Det vil maaske være rimeligt at begynde en saadan Drøftelse med at imødegaa en Betragtning, der hyppigt fremføres, og som gaar ud paa, at de høje Valutakurser er selvregulerende, den bedste Regulator, der kan faas, idet de afskrækker Køberne og følgelig foraarsager deres eget Fald. Jeg anser ikke denne Betragtning for ganske holdbar. Thi det er jo blot Usikkerheden om den Bevægelsesretning, Kurserne vil tage, der afskrækker. Det er med Priserne paa Valuta som med alle andre Priser. Tror en Købmand, at en Prisstigning vil holde sig eller endog yderligere vokse, saa køber han, og den der har skønnet rigtigt og er kommet først, han er den dygtigste Købmand og faar den største Profit. Hvis man tror, at Valutakurserne vil vedblive at være høje og højere, saa dækker man ind, naar den første Forskrækkelse har sat sig, saa er vi igen kommet et Stykke op ad Prisstigen med de Varer, der er betalt med Valuta til de ny højere Priser. Og saa smittes det øvrige Prisniveau efterhaanden.

I dette Forhold, mener jeg, ligger en af Grundene til at træffe Foranstaltninger mod de høje Valutakurser. Og da den enkeltes Interesser her er imod Samfundets, er det nødvendigt, at den enkeltes Dispositioner bøjes ind under saadanne Bestemmelser, der træffes til det heles Vel. De store Indtægter og de høje Lønninger fremkalder nemlig en Købekraft, der forsaa-

vidt den angaar fremmede Varer, hænger ganske i Luf-
ten, naar Landet ikke har en Udførsel, der svarer til
Begæret efter fremmede Varer. Men dette vil den en-
kelte Handende ikke være i Stand til at dømme om;
han søger blot at imødekomme sine Kunders Efter-
spørgsel efter fremmede Varer, og beslaglægger til sta-
digt stigende Kurser den Valuta, som skulde have
været anvendt til de nødvendigste Formaal, og som,
hvis det overflødige Forbrug havde været standset,
kunde være blevet stillet til Disposition for disse
nødvendige Formaal til lavere Kurser. — Naar en
saadan usvækket Efterspørgsel trods Kursstigningen
vedblivende kan finde Sted, ligger det i, at den nor-
male Modvægt imod de stigende Valutakurser svigter
under de nuværende Forhold; thi paa den ene Side
lægges der paa mange Maader Udførselen en Hindring
i Vejen ved, at de fremmede Lande nægter at tage
det paagældende Lands Varer; paa den anden Side
mindsker de stigende Priser ikke Indførselen, fordi
offentlige Tjenestemænds Lønninger automatisk sættes
op sammen med Priserne, og fordi Arbejdslønnen og-
saa forlanges forhøjet, og endelig fordi det flydende
Prisniveau og Mangelen paa effektiv Konkurrence ude-
fra i hvert Fald hidtil har tilladt dem, der havde Varer
at sælge, at tage snart sagt hvilke Priser herfor de
vilde, og derfor ogsaa at give Toppriser for de Varer,
de havde Lyst at købe.

Men der er en anden Grund, der taler for ikke at
lade Valutakurserne stige og haabe, at denne Stigning
automatisk skal føre til et Fald. Og det er den, at
saalænge den høje Kurs varer, saa længe er det Land,
hvis Valuta er faldet, sat økonomisk tilbage. Naar &

staar i 22 Kr., saa kan England for hver £ købe for 22 Kr. danske Varer mod normalt kun for 18, og vi skal — det er naturligvis blot den anden Side af den samme Sag — give 22 Kr. for hver Gang vi i England køber for 1 £.

Men endelig er den sidste og afgørende Grund til Indgreb den, at forsaavidt de stigende Valutakurser betyder, at det paagældende Land har Mangel paa Betalingsmidler til udenlandske Varer, saa er det jo ganske nødvendigt for at skaffe Valuta til den strengest nødvendige Indførsel at forhindre den mindre nødvendige, og saa selvfølgelig af al Magt at søge Udførselen af indenlandske Varer fremmet.

Om de Midler, der er de hensigtsmæssigste til at naa den ønskede Bedring af Valutakurserne er Meningerne stærkt delte, og, som det er at vente, delte efter Linier, der svarer til de forskellige Opfattelser af Aarsagerne til Vanskeligheden.

Som det Middel, der ligger nærmest for, maa nævnes Valutalaanet. Bortset fra, at Tilbøjeligheden til at give Laan ikke er store i Øjeblikket, kan den Hjælp, der faaes ad denne Vej, være farlig. Thi hvis Laanet ikke bruges til virkelig at forbedre Laantagerens økonomiske Status og er den eneste Udvej til at naa en saadan Bedring — saaledes som det vel maa siges at være Tilfældet for Centraleuropa i Øjeblikket, der ikke ved Besparelser o. l. kan skaffe sig de Raastoffer, der er nødvendige for Genrejsningen af deres Erhvervsliv — saa opnaas kun, at Valutakurserne falder og derigennem opmuntrer til Fortsættelse ad de Baner, der førte ud i Vanskelighederne.

Et andet Middel er Reduktionen af Prisniveauet.

Fremragende Teoretikere og den engelske Committee on Currency and foreign exchanges, der, saavidt jeg kan se, bestaar af 12 Bankdirektører, 2 Ministerial-Embedsmænd og 1 nationaløkonomisk Professor, synes at have fundet hinanden i Enighed om, at den væsentligste Grund til, at Vexelkurserne gaar imod et Land, skyldes dette Lands høje Prisniveau paa den Maade jeg foran har omtalt, og Midlet mod de ugunstige Vexelkurser er da at søge i en Reduktion af Prisniveauet. Denne Reduktion skal naaes ved en Indskrænkning af Seddelcirkulationen igenem, at Sedlerne atter skal kunne ombyttes med Guld, hvorved Guldbeholdningerne bliver bestemmende for Seddelmængden. Desuden skal det for Sedler tilbyttede Guld kunne udføres, og en for stor Guldudførsel standses ved det før Krigen hertil almindeligt anvendte Middel: Diskontoforhøjelsen, der jo gør fremmede Kreditorer tilbøjelige til at lade deres Tilgodehavender blive staaende i et Land, der har forhøjet sin Diskonto. Derved formindskes Efterspørgslen efter Valuta til Dækning af Gæld til disse Kreditorer, og derved bedres Kursen paa saadan Valuta. Desuden anses Diskontoforhøjelsen for at have den Virkning, at Laanebegæret nedsættes ved, at Priserne paa Laan er sat op. Derved formindskes Efterspørgslen efter Varer og Arbejde, der skulde købes for de laante Penge, og derved sænkes baade Varepriserne og Arbejdslønnen, hvilket atter virker nedsættende paa Prisniveauet. Og da dette jo falder sammen med en ved de formindskede Laanebeløb fremkaldt Nedgang i Seddelmængden, naar ogsaa de, der tilstræber en Reduktion af Seddelmængden, deres Maal gennem Diskontoforhøjelsen.

Naar Teoretikere fra mindre Lande saaledes finder

Støtte hos de engelske Praktikere, men derimod ikke synes at kunne opnaa samme Enighed med deres eget Lands ledende Bankdirektører, tror jeg Grunden dels er den, at de her kortelig refererede Betragtninger er rigtige under fri Forhold, og at England paa Grund af sin økonomiske Storhed er friere stillet end smaa Lande, for hvem Betragtningerne derfor passer mindre godt, dels at den engelske Committee forfulgte det ganske specielle Maal: at søge at tvinge den engelske Regering til at indskrænke sine ved Seddeludstedelse optagne Laan hos Bank of England; derfor maatte det være Bankdirektørerne magtpaaliggende i saa høj Grad som muligt at understrege det fordærlige i den store Seddelcirkulation. Der er da ogsaa truffet Foranstaltninger til at begrænse den engelske Seddelcirkulation, medens saavidt vides hverken den fri Ombytning af Sedler med Guld og heller ej den fri Guldudførsel er genoptaget. Englands Overskudsimport fra U. S. A. var i 1919 1970 Mill. \$, foruden at der af de 10 000 Mill. \$, som jeg nævnede som Europas Laan hos U. S. A., falder ca. 4500 Mill. paa England, hvilket til en Forrentning af 5 % giver yderligere 225 Mill. \$ at betale, eller ialt næsten 2200 Mill. \$. Men Bank of Englands Metalbeholdning var ved Udgangen af 1919 godt 90 Mill. £, hvilket med en \$-Kurs af 3½ giver 315 Mill. \$, et Beløb, der omtrent staar i samme Forhold til Englands Underskud paa sin Handelsbalance som Nationalbankens Guldbeholdning til Underskudet hos os. Det er da næppe fra den fri Guldudførsel, at Redningen skal komme. Det Guld, der kan udføres, navnlig da fra et lille Land, hvis hele Guldmenge med en Dollarkurs af næsten 7 svarer til godt 30 Mill. \$, er

som en Draabe i Havet, og bagefter mangler det til Dækning af Sedlerne¹⁾).

¹⁾ Et Spørgsmaal, der staar i nogen Sammenhæng med dette, er Spørgsmaalet om Sedlernes Underkurs overfor Guldet. Ogsaa dette Fænomen kan henføres til Forskydningerne i Betalingsbalancen. Hvis Nationalbanken gav sit Guld frit, vilde Guldet som enhver anden Vare, der kan anvendes som Betalingsmiddel eller til Eksport, blive efterspurgt til en Pris, der vilde nærme sig de fremmede Kursers nuværende Højde. Skal man betale 7 Kr. for en Dollar, er man naturligvis villig til at betale op imod 7 Kr. for det Guld, der repræsenterer en Dollar imod normalt 3.70 Kr. for den samme Guldmenge; deraf opstaar Sedlernes „Underkurs“ overfor Guldet. Denne Betragtning Rigtighed ses ogsaa deraf, at da de nordiske Lande paa Sveriges Initiativ i Februar 1916 standsede Guldudførselen, fordi Guldet havde „Underkurs“ overfor Sedlerne, var Aarsagen den, at f. Eks. £ dengang stod under 17, og at Guldet derfor kunde indføres til en Pris, der laa under dets lovligt fastsatte Metalværdi. Men den cirkulerende Seddelmængde var den $\frac{1}{2}$ 1916: 10 %, den $\frac{1}{3}$ 1916: 22 % og den $\frac{1}{7}$ 1916: 36 %, større end $\frac{1}{7}$ 1914. Hvorfor var der da dengang saa lidt Tale om, at Sedlerne havde Underkurs overfor Guldet, at det tværtimod var Guldet, der havde Underkurs overfor Sedlerne? Ja, simpelthen fordi de vestlige Valutaer paa Grund af vor gunstige Handelsbalance var for os.

Det skal naturligvis tilføjes, at forsaavidt der ved overdreven Seddeludstedelse er skabt Prisstigning og derved en ugunstig Handelsbalance, saaledes at Valutakurserne gaar imod et Land, kan man gerne sige, at det er „Seddelinflationen“, der foranlediger Sedlernes Underkurs overfor Guldet. Men i saa Fald maa det jo først afgøres, om der virkelig er udstedt for mange Sedler (jfr. foran S. 183). I hvert Fald fremkommer Sedlernes Underkurs ved Seddelinflationens Virkninger gennem Prisstigningen, Handelsbalancen og Vekselkurserne, og ikke ved en mystisk, direkte maalelig Forbindelse mellem Seddelmængden og Sedlernes Underkurs, saaledes at f. Eks. en Stigning af $\frac{1}{4}$ i den cirkulerende Seddelmængde eo ipso skulde fremkalde et Fald af $\frac{1}{4}$ i Sedlernes Værdi overfor Guldet. Sluttelig skal det for en Fuldstændigheds Skyld føjes til, at Guldet som industriel og teknisk Vare stiger sammen med andre Varer i Pris; men dette er jo ogsaa et Forhold, der er uden direkte Sammenhæng med Seddelmængden.

Dette udelukker ikke, at Genindførelsen af Sedler-nes Indløselighed med Guld og den deraf fremtvungne Indskrænkning i Seddelmængden er et Maal, man maa stille sig for derigennem at trykke Prisniveauet. Men i lige saa høj Grad som jeg anser denne Foranstaltning tilligemed den dermed sammenhængende Anvendelse af Diskontoskruen for de rette under normale Tilstande, naar de teoretiske Virkninger ogsaa indfinder sig, fordi Markedet er frit, i lige saa høj Grad tror jeg, man under abnorme Forhold som de nærværende bør være varsom med at anvende disse Midler. En Nedsættelse af Seddelmængden finder Sted ved Bankernes og sluttelig Centralbankens Nægtelse af Laan, Forhøjelsen af Diskontosatsen virker i samme Retning. Begge Dele vil under normale Forhold som nævnt medføre forringet Virksomhed i Erhvervslivet, Udelukkelse af de dyrest arbejdende Virksomheder o. l., hvilket alt virker nedsættende paa Priserne. Men i Øjeblikket, hvor der er Varenød, hvor det gælder om at fremme Produktionen det mest mulige, da vil Nægtelse af Laan til produktive Virksomheder kunne medføre en Føringelse af den nødtørftige Produktion, og en Diskontoforhøjelse blot give højere Driftsudgifter, medens den ved sit Tryk paa Obligationskurserne kan medføre store Vanskeligheder for Sparekasser og andre Pengeinstituter, hvis Indskydere forlanger deres Penge ud til fordelagtigere Anbringelse netop samtidig med, at disse Penge skal tilvejebringes ved Salg af Fonds til synkende Kurser, for Byggerivirksomheden o. s. v.

Det er Betragtninger som disse, der har medført, at man fra Erhvervslivets Side — Afjærsvärlden for 4. ds. gengiver saaledes nogle meget interessante Uda-

lenser fra ledende engelske Bankmænd — paa den ene Side støtter Kravet om Nedsættelse af Prisniveauet (Deflation), paa den anden Side kræver, at Deflationen for ikke at volde for store Ulykker skal foregaa langsomt.

For vort eget Lands Vedkommende, der skal købe næsten alle sine Raastoffer udefra til Priser, vi ikke har nogen Indflydelse paa, og sælge de færdige Varer til det, man vil give os for dem, vil Diskontoforhøjelsen væsentlig give de omtalte forøgede Vanskeligheder. Vi har da heller ikke faaet nogen Diskontoforhøjelse, selv om Røster har hævet sig derfor, og ogsaa ment, at en saadan Forhøjelse vilde tvinge Indehavere af Varelagre til at sælge disse for at undgaa den forhøjede Rente. Men skulde noget saadant naaes, maatte Diskontoforhøjelsen utvivlsomt være saa stor, at de ødelæggende Virkninger blev ganske overvældende.

Imidlertid, selv om man ad disse eller andre Veje, som f. Eks. ved høje Forbrugs- og Formueskatter eller ved de enkelte Samfundsmedlemmers Sparsommelighed, formaar at trykke Prisniveauet og indskrænke Eiterspørgslen, og selv om dette giver sig Udslag i en Bedring af Handelsbalancen og dermed af Valutakurserne, saa kan det dog — af de Grunde jeg tidligere anførte — meget vel tænkes, at disse Kurser er saa høje, at vi trods den Bedring i dem, der er naaet, ikke har Raad til at købe til dem. Thi det maa jo meget stærkt fremhæves: Om Valutakurserne staar noget lavere eller noget højere, det er, naar alt kommer til alt, dog et Spørgsmaal i 2den Række. Det afgørende er, at der gennem en Tilvejebringelse af Ligevægt paa Betalingsbalancen

overfor Udlandet sikres Betalingsmidler til de Varer, vi nødvendigvis skal bruge. Derfor maa i yderste Fald Tilførslerne standses af alle ikke strengt nødvendige Varer, selv om en saadan Standsning, under hvilken Form, den end sker, har sine store Betæneligheder. Thi det bliver naturligvis vanskeligt at undgaa Prisstigninger i Indlandet paa de Varer, hvoraf Tilførslerne mindskes; samvittighedsløse Handlende faar paany en Chance for en Fordel, som de hæderlige ikke har; den frie Dispositionsret hemmes.

Men disse Betæneligheder — navnlig forsaavidt angaar Vareaageren, der dog er et indre Fordelings-spørgsmaal med meget kortere Virkninger end de, der opstaar af, at Landets Mønt deprecieres overfor Udlandets — maa svinde ind overfor Nødvendigheden af, at Landet ikke forbruger mere, end det tjener. I det Omfang Forsøg paa et saadant Merforbrug lykkes, ad lovlige og ulovlige Veje — vi har set det i Tyskland, der sluttelig udførte Sedler og andre Betalingsmidler, indtil der ikke mere var Dækning — i samme Omfang bliver Følgen den Stigning baade i det indenlandske Priseniveau og i de fremmede Valutaer, der i sin yderste Konsekvens dræber alt økonomisk Liv i Landet.

De høje Valutakurser er et Faresignal.