

# LIKVID KAPITAL

Af JENS WARMING

I. Samfundsmæssig Likviditet S. 221. — II. Foreløbig Finansiering ved Varelagrene. Afskrivningerne S. 233. — III. Latent eller kunstig Opsparing? S. 242<sup>1)</sup>.

## I. SAMFUNDSMÆSSIG LIKVIDITET

**M**EDENS likvid Kapital for Individet er noget, der maales paa en bestemt Dato, er det for Samfundet overvejende noget, der maales for en Periode. For Individet er det navnlig Beløb, der indestaar i en Bank o. lign. med Ret til at disponere derover; men for Samfundet er det de Beløb, som man i en vis Periode har Mulighed for at fastgøre i Bygninger, i Maskiner osv., navnlig fordi der i Periodens Løb opspares saa meget. Individuelt likvid Kapital kan skabes ved et Pennestrøg, blot ved at en Bank bevilger en Mand en Kassekredit; men saa opvejes den unægtelig for Samfundet ved, at Banken har en Pligt af samme Omfang som den bevilgede Ret. Og jo mere individuelt likvid Kapital der er, des mere Fare er der for, at der disponeres saa stærkt, at den socialt likvide Kapital ikke forslaar; denne maa man nemlig være taalmodig overfor; den skabes møjsommeligt ved Arbejde og Opsparing (samt Frigørelse). Den bestaar af følgende fem Hovedposter:

A. Den løbende Opsparing, det Beløb, som i en given Uge eller Maaned osv. faktisk opspares, ÷ negativ Opsparing af Folk, der fortærer deres Formue. Selv i en Depression er der en ret stor Opsparing, f. Eks. tvungne Afdrag og Præmier, Beløb, som faas tilovers af velstillede Rentenydere eller af særligt dygtige eller heldige Forretningsmænd, som selv i daarlige Aar tjener godt. Dette er sikkert de største Beløb. (Den under C omtalte kunstige Opsparing bør eventuelt holdes ude).

<sup>1)</sup> Artiklen fortsættes i næste Hæfte med: IV. Privat Likviditet, V. Overdisponering og VI. Bankernes Opgaver.

# LIKVID KAPITAL

Af JENS WARMING

I. Samfundsmæssig Likviditet S. 221. — II. Foreløbig Finansiering ved Varelagrene. Afskrivningerne S. 233. — III. Latent eller kunstig Opsparing? S. 242<sup>1)</sup>.

## I. SAMFUNDSMÆSSIG LIKVIDITET

**M**EDENS likvid Kapital for Individet er noget, der maales paa en bestemt Dato, er det for Samfundet overvejende noget, der maales for en Periode. For Individet er det navnlig Beløb, der indestaar i en Bank o. lign. med Ret til at disponere derover; men for Samfundet er det de Beløb, som man i en vis Periode har Mulighed for at fastgøre i Bygninger, i Maskiner osv., navnlig fordi der i Periodens Løb opspares saa meget. Individuelt likvid Kapital kan skabes ved et Pennestrøg, blot ved at en Bank bevilger en Mand en Kassekredit; men saa opvejes den unægtelig for Samfundet ved, at Banken har en Pligt af samme Omfang som den bevilgede Ret. Og jo mere individuelt likvid Kapital der er, des mere Fare er der for, at der disponeres saa stærkt, at den socialt likvide Kapital ikke forslaar; denne maa man nemlig være taalmodig overfor; den skabes møjsommeligt ved Arbejde og Opsparing (samt Frigørelse). Den bestaar af følgende fem Hovedposter:

A. Den løbende Opsparing, det Beløb, som i en given Uge eller Maaned osv. faktisk opspares, ÷ negativ Opsparing af Folk, der fortærer deres Formue. Selv i en Depression er der en ret stor Opsparing, f. Eks. tvungne Afdrag og Præmier, Beløb, som faas tilovers af velstillede Rentenydere eller af særligt dygtige eller heldige Forretningsmænd, som selv i daarlige Aar tjener godt. Dette er sikkert de største Beløb. (Den under C omtalte kunstige Opsparing bør eventuelt holdes ude).

<sup>1)</sup> Artiklen fortsættes i næste Hæfte med: IV. Privat Likviditet, V. Overdisponering og VI. Bankernes Opgaver.

B. Den latente Opsparing, d. v. s. den yderligere Opsparing, som vil ske, hvis alle ledige Produktionsfaktorer faar Beskæftigelse, Indtægt og Spareevne. Det bliver Forskellen mellem den maksimale Opsparing i en Ligevægtstilstand og den faktisk foregaaende Opsparing. Dette er Hovedkilden til Finansiering af den forøgede Aktivitet i de gode Aar.

C. Den kunstige Opsparing i en uligevægtig Tilstand, navnlig naar Priserne er steget, men Arbejdslønnen m. m. endnu ikke er fulgt med, saa at Arbejdsgiverne har en særlig Spareevne; denne Opsparing er altsaa købt paa andres Bekostning. Forskellen overfor den latente Opsparing, som ikke skader nogen, kan illustreres ved Forholdet under en Opsvingsperiode; i Begyndelsen vil den vaagnende Aktivitet især føre til mere Beskæftigelse, i Slutningen til Prisstigning; i Begyndelsen er det saa let at tilfredsstille den voksende Efterspørgsel ved at tage ledige Arbejdere og Maskiner i Brug, at der ikke kan komme nogen videre Prisstigning; men den bedre Beskæftigelse giver Indtægt, saa at den latente Opsparing bliver aktuel; i Slutningen kan yderligere Efterspørgsel vanskelig tilfredsstilles og maa derfor bremses ved Prisstigning; denne giver Avance, og den deraf resulterede Opsparing maa betegnes som kunstig, idet den ikke hidrører fra nogen forøget Produktion. Jfr. Sætningen, at Inflation er kapitalskabende. Den kunstige Opsparing vil svinde bort, naar Priser og Lønninger kommer i det rette Forhold til hinanden; den latente vil snarere vedblive.

D. Afskrivninger paa Bygninger og Maskiner m. m. (Hvis der amortiseres mere, end der kræves af Hensyn til Slid og Forældelse, maa Forskellen betegnes som Opsparing). De afskrevne Beløb maa forudsættes at være dækkede ved saa gode Priser paa de producerede og solgte Varer, at Ejeren har disse Beløb til Raadighed; men ofte kræver Bedriften, at de straks paany investeres for at erstatte en kasseret Ting, og end mere gælder dette Samfundet; thi kan man ikke faa Varen fra den ene Producent, maa den skaffes fra en anden. Centralbanken kan altsaa ikke betragte Afskrivningerne som helt likvide. Fuld Dispositionsfrihed har man kun, naar Tingene ikke skal erstattes, men i saa Fald vil den hidtidige Anvendelse ofte have været saa lidet rentabel, at man ikke faar den fulde, paaregnede Afskrivning. Som Helhed betyder Afskrivningerne derfor ikke megen Likviditet, selv om de for Danmark maa anslaaes til mindst 100 Mill. Kr. aarlig; størst Betydning har de vistnok som Hjælp til Modernisering. For øvrigt gælder det ogsaa en Del af den frisk opsparede Kapital, at det er ganske givet, hvad Folketilvækst m. m. kræver den bundet i; men da Opsparing er en mere frivillig Sag end Afskrivning, der kun tilsigter at bevare status quo og derfor er et selvfølgeligt Led i forsvarlig Drift, maa man alligevel følge Opsparingens Bevægelser med større Interesse.

E. Lagre var Fortidens vigtigste Form for likvid Kapital. Hvis en Godsejer i Husøkonomiens Tid mente, at han og hans Folk havde Tid tilovers til et Byggeri eller en Grundforbedring, saa forberedte de Sagen ved at samle Lager af Materialer, maaske endog af Føde, Brændsel m. m., saa at de kunde koncentrere mere af den løbende Produktivkraft om Foretagendet; alligevel tog det længere Tid end nu, hvor vi ved Penge- og Kreditøkonomiens Hjælp kan suge Produktivkraft til fra en videre Kreds og derfor naa en stærkere Koncentration. Ogsaa Krige forberedte man ved at samle Forraad; Preussens Kornmagasiner i det 18de Aarhundrede tilsigtede ikke blot at udligne Høstens Svingninger, men ogsaa at være rede til Krig; og her er vel det Omraade, hvor Nutidens er nærmest ved at efterligne Fortidens Form for Likviditet, idet man har store Lagre baade af de egentlige Krigsfornödenheder og af Kul, Konserves m. m. Ellers betragter Nutiden Lagring som en saa dyr Form, at man ikke gaar til mere, end der kræves af Hensyn til Høstsvingningerne og Produktions- og Forbrugssæsoner samt for ikke at skulle forsyne sig i for smaa Partier og fra for fjerne Lande eller endog at skulle starte Produktion af et lille Parti; Lagring af Hensyn til ventede, almindelige Konjunkturer spiller næppe nogen Rolle, og *Keynes* mener, at en om 2 Aar ventet Prisstigning maatte være paa 40 pCt. for at gøre Lagring rentabel, se næste Side.

Derimod kommer der ofte af *V a n v a r e* større Lagre, end der normalt anses for passende; der maa her sondres mellem Færdigvarer og Raastoffer. Naar Købeevnen svigter paa Grund af Arbejdsløshed, og Forbrugernes Købelyst ofte endnu mere, fordi man vil ruste sig til truende Arbejdsløshed eller Gagenedsættelse, saa vokser Lagrene af *F æ r d i g v a r e r* en Tid; men Industriens Produktionsperiode er som Helhed saa kort, at man hurtigt kan indskrænke sig og faa Lagrene bragt ned; disse Lagre er da saa langt fra en Værdi, at de snarest forværrer Stillingen, baade reelt og psykisk; medens de reduceres, producerer man endog mindre end Forbruget, saa at Arbejdsløsheden yderligere vokser; den Del af Lagerets Værdi, som bestod af Forarbejdelse, forsvinder helt, og tilbage bliver en Tilvækst i Lagrene af de *R a a s t o f f e r*, som Industrien undlod at købe under Reduktionen. Ved Ingeniørforbundets Diskussionsmøde i 1931 var der en Ingeniør, der gav Industrien den (tvivlsomme) Ros, at det ikke var den, der voldte Overproduktionen, men Raastofproducenterne; Forholdet er det, at den vegetabiliske og animalske Produktion for en stor Del er

fleraarig og kontinuerlig, saa Lagrene maa vokse, naar Afsætningen svigter, og Industriens resolute Indskrænkning forværrer da Stillingen ved yderligere at forøge Arbejdsløsheden og svække Afsætningen. Resultatet bliver altsaa større Lagre af denne Slags Raastoffer, saasom Korn, Spindestoffer, Huder, Gummi og Tømmer (som Verden jo ogsaa har for Tiden), hvilket psykisk gør nogen Skade, men dog reelt er en Værdi, da et kommende Opsving ellers vilde standse af absolut Mangel paa disse langsomt producerede Varer; ogsaa kapitalmæssigt vil disse Lagre blive en Hjælp, idet deres Realisation under Opsvinget frigør Kapital. Og den psykiske Skade er ikke saa stor, fordi disse Raastofproducenter alligevel ikke saa resolut indskrænker Produktionen, undertiden end ikke, selv om den er større, end der passer til gode Tider.

For den enkelte staar Lagre i sin Helhed som ret likvid Kapital; man kan vente at faa dem solgt i Løbet af nogle Maaneder og kan lade være at købe andre. Men det kan Samfundet ikke; indskrænker den ene sine Lagre under det normale, maa den anden udvide dem. Derfor maa Centralbanken have et andet Synspunkt end den enkelte Forretningsmand og hans Bank; for dem er Lagrene likvide, men Centralbanken maa indrette sig efter, at Landet ikke kan undvære dem.

Af de fem Arter likvid Kapital er de overnormale Lagre den eneste Art, som kan maales paa en Dato; de andre maa maales for en Periode. Lagrene er den naturligste Form, men den forekommer altsaa Nutiden at være for dyr; det er dog et Spørgsmaal, om den latente Kapital, der spiller Hovedrollen for et Opsving, er billigere; i Stedet for ledige Lagre har man ledige Produktionsfaktorer og derved »Betingelser for Kapitaldannelse«, nemlig den Opsparing, som indtræder, naar de tages i Brug og giver Indtægt. — Keynes' Tal, at der kræves 40 pCt. Prisstigning paa 2 Aar for at lokke til Lagring, beregner sa. 20 pCt. til egentlige Omkostninger til Rente, Pakhus, Assurance, Svind m. m., og Resten til Risiko. Hvis disse Tal er rigtige, skulde det være billigere for Samfundet at lagre Boliger; Huslejen er normalt ca. 8 pCt. pr. Aar, og for et ubeboet Hus maa mindre kunne dække Omkostningerne. Og for en større By i normal Udvikling er der ikke megen Risiko ved at bygge et Hus et Par Aar før nødvendigt. Det samme gælder forskellige offentlige Bygninger, og ved offentligt Byggeri indtjener Stat og Kommune jo en

betydelig Skat af den skabte (reddede) Indtægt, se foran S. 117 og 120.

Imidlertid er det kun opefter, at Varelagrenes Elasticitet er saa ringe paa Grund af de nævnte Omkostninger; n e d e f t e r er der antagelig en Zone med ret god Elasticitet, saa at man i en knap Tid kan skaffe Kapital ved at gaa under det normale og ønskelige ned til det absolut nødvendige, og jeg skal siden omtale, at inden den latente Kapital er kommen i fuld Udvikling, har man en god Reserve til at finansiere et begyndende Opsving ved at lade Lagrene synke lidt under det normale; der kan saaledes noteres en lille Undtagelse fra *Cassels* i øvrigt saa rigtige Ord, at den Kapital, der bruges i Dag, altid maa hidrøre fra Samfundets Indtægt i Dag. Er man allerede ved Zonens Overgrænse, er der ikke ret store Fordele ved at kunne købe i endnu større Partier, i fulde Læs, fulde Skibsladninger, med mindre Ekspeditions- og Kontrolarbejde osv., medens Lagrings-Omkostningen for de ekstra Tons omtrent svarer til de oprindelige Tons; men hvis abnormt smaa Lagre suppleres, er Fordelene store nok til at dække Omkostningerne. Det kan tænkes, at de Kurver, der viser Fordelens og Omkostningernes Stigning ved større Lagre, paa et Stykke løber ret nær hinanden, men at Kurven for Fordelen bøjer stærkt, naar man har naaet en vis normal Mæthed, saa at der derefter bliver stor Afstand; i den Zone, hvor Kurverne løber nær hinanden, kan Diskontoens Højde, Høstforhold m. m. da spille en Rolle, saa at man skiftevis vælger at være højt og lavt i Zonen.

For Bankerne er det vigtigt at være klar over, om et vist Indskud fra Kunderne (resp. et vist Afdrag) skyldes saadan Reduktion af Lagrene under det normale, eller virkelig Opsparing; i første Fald maa de være forberedt paa, at Kunden snart disponerer stærkere. Under Krigen spillede abnorm Lagerreduktion jo en uhyre Rolle, men i 1919—20 havde alle travlt med at supplere; en kendt Bankdirektør sagde den Gang: Jeg syntes virkelig, vi havde en ganske god Kasse, men det var kolossalt, hvad der blev trukket. Han var altsaa ikke klar over, hvor midlertidige disse Indlaan var. — Det skal i næste Kapitel nærmere paavises, at de Beløb, der kræves til Start af et Opsving, er ret ubetydelige i Forhold til Lagrenes Størrelse.

Naar der nu startes og faktisk gennemføres et Byggeforetagende udover det hidtidige (udover det, som ellers var i Gang), kan Kapitalen tænkes skaffet fra hver af disse fem Kil-

der; fra A og D betyder, at en anden Investering, som ellers var gennemført ved den løbende Opsparing og Afskrivning, maa opgives; fra B og C, at selve Byggeriet giver Anledning til en latent eller kunstig Opsparing; og fra E, at Kapitalen flyttes fra Lagrene til Bygningen. Ofte skaffes Kapitalen fra flere af disse Kilder. Hvis en Bank saa er medvirkende, er det vigtigt for den at være klar over, hvilken Kilde det er, der flyder; som Regel vil den tænke paa A, den løbende Opsparing; men dette betyder, at den er tilbøjelig til at gaa ud fra, at den Kredit, man bevilger den ene, tager man fra den anden, idet der er en fast Sum af Kapital at raade over; Banken regner ikke med den yderligere Opsparing under B og C, og navnlig ikke med, at selve den forøgede Aktivitet giver Anledning til Opsparing (Selvfinansiering). Dette er nu nogenlunde rigtigt i Højkonjunkturen, hvor der ikke kan ventes yderligere Beskæftigelse og større samlet Indtægt, og derfor ikke nogen latent Opsparing, men kun en kunstig Opsparing ved at forskyde Indtægten over til mere opsparende Kredse. Denne yderligere Aktivitet efterlader nok Efterslægten lidt flere Bygninger og Maskiner, men finansieres ikke paa nogen sund og retfærdig Maade, og i Højkonjunkturen var det ønskeligt, at Bankerne var mere klar over Kapitalforsyningens Grænser. Men under en Depression er det meget beklageligt, hvis Bankerne afviser i øvrigt sunde Foretagender af Frygt for Kapitalmangel, idet de ikke er klar over Kapitalforsyningens Elasticitet.

Det, der gør det saa svært for Bankerne at forstaa Sammenhængen, er, at den enkelte Bank til en vis Grad maa regne med en fast Mængde Kapital; den yderligere Opsparing, som selve Aktiviteten giver Anledning til, vil blive spredt til mange andre Banker, eventuelt endog i Udlandet, idet Aktiviteten ikke blot giver Fortjeneste til Bankens egen Kundekreds, men ogsaa til fjernerestaaende Mestre, Leverandører osv. Er den enkelte Bank liberal med Kreditgivning, medens andre Banker ikke skaffer den første Banks Kundekreds tilsvarende Fortjeneste, saa vil den Dag efter Dag faa negativ Saldo ved Clearingen, saa at den kun ved Centralbankens Hjælp faar Del i de andre Bankers Indlaan; fra et vist Punkt er dette en Bevillingssag, en Tillidssag og ofte dyrere end direkte Indlaan fra egne Kunder. Det bliver da en Opgave for Centralbanken at støtte Opsvingets Start og Gennemførelse, baade ved at godkende den sunde Aktivitet ud fra sin Forstaaelse af, at netop i Depressionen er der Mulighed for at kalde slumrende Kapitaler frem, og ved efter Evne at tilstræbe

en nogenlunde jævn Fordeling af Aktiviteten mellem de forskellige Bankers Kredse, saa at de ikke faar for store Saldi paa hinanden, og endelig ved at være Mellemand, naar dette alligevel ikke lykkes, men den ene Bank maa have Forstærkning fra den andens Indlaan. Men tillige er det Centralbankens Opgave at forstaa Grænserne for, hvor megen yderligere Kapital der kan ventes dannet, saa at der ikke startes for meget. Soliditeten af de startede Foretagender bliver det jo især de enkelte Bankers Sag at have Ansvaret for<sup>1)</sup>, og de maa selvfølgelig ogsaa have en væsentlig Del af Ansvaret for Likviditeten; baade den enkelte Banks egen Likviditet, at den ikke kommer i Klemme ved Clearingen, og Samfundets Likviditet, at der ikke som Helhed startes mere end Markedet kan bære; men dette Ansvar for Likviditeten føler de undertiden for stærkt. Som en Vandmølle ikke kan bedømme sin Kapacitet efter, hvor meget Vand der er i Mølle-dammen, men efter, hvor meget det regner i Oplandet, og hvor meget deraf der tilflyder Møllen, saadan kan en Bank ikke nøjes med at se paa sin Kassebeholdning, men maa se paa den ventelige Kapitaldannelse (hvad den faktisk ogsaa gør, eventuelt ubevidst).

Et frisk Eksempel paa, at Bankernes Ængstelse hindrer dem i at udnytte Mulighederne, haves i en Artikel, som den højt ansete svenske Bankdirektør, *Marcus Wallenberg*, i Marts 1933 tilstillede Pressen med en meget kraftig Advarsel mod et Regeringsforslag om at starte Arbejde for 300 Mill. Kr., idet dette hævdedes at ville tage Kapitalerne fra Erhvervslivet. For et Par Aar siden advarede Wallenberg paa samme Maade mod Kommunernes Aktivitet, og begge Gange blev Artiklerne gengivet i den danske Presse, endda med varmere Tilslutning end i den svenske. Vi ser jo ellers hen til Sverige som et Land, der bedre end vi har forstaaet at skaffe Arbejde i Stedet for Understøttelse, og det er derfor ejendommeligt at se disse Angreb netop der, og paa en Tid, hvor den lave Diskonto tyder paa rigelig Kapital. I begge Fald drejer det sig om offentlige Arbejder, henholdsvis af Stat og Kommuner (saa at Soliditeten fra Bankens Synspunkt er prima), men det er klart, at hvis Staten ikke kan bygge uden at tage Kapitalerne fra de private, saa kan den ene private heller ikke bygge uden at tage Kapitalerne fra de andre; Forestillingen om det faste Kapitalbeløb maa gennemføres konsekvent. Ud fra denne Forestilling har Bankerne den begrænsede Opgave at fordele Kapitalerne paa bedste Maade til de mest rentable og solide Investeringer, men de er ikke med til at skabe Kapitaler, ikke med til at hæve Samfundet op til en større samlet Aktivitet, skønt det

<sup>1)</sup> I min Artikel i April-Hæftet om Den økonomiske Usikkerhed har jeg uddybet, hvilke Vanskeligheder der for Tiden er ved at se, hvad der kan betale sig. Men saa meget vigtigere er det, at man ikke af Hensyn til indbildt Kapitalmangel undlader Ting, hvis Rentabilitet er tilstrækkelig god.



især er det, der behøves under en Depression, og skønt Bankerne skulde synes at være nærmest til at tage Opgaven op. Saa kan de endvidere søge at trække Kapitaler til fra andre Kredse og andre Lande, hvilket efter Omstændighederne kan være berettiget; men det er nu ikke ved at flytte lidt om paa Pengene, at man forøger den samlede Beskæftigelse, i alt Fald ikke ret meget.

Man maa nu spørge disse ængstelige Bankmænd, hvordan de overhovedet mener, at det gaar til, naar der kommer et Opsving; thi det kan ikke nytte, at man kun disponerer over den løbende Opsparing, som der i Forvejen disponeredes over, uden at det hjalp. Erfaringen viser, at det er muligt at komme i Gang efter en Depression — og viser derfor, at Bankmændene er klogere, end de selv ved af, idet de ganske ubevidst tager noget af den slumrende Opsparing i Brug; hvis det var mere bevidst, vilde det antagelig ske tidligere, stærkere og mere planmæssigt.

Mange har den Forestilling, at inden Opsvinget maa der være opsparet Kapitaler, som man saa kan gøre Brug af til Investeringen; endog Prof. *Lederer* skriver i dette Tidsskrift, foran S. 41, om Opsparing som Betingelse for en ny Opgang, i alt Fald privatøkonomisk Betingelse. Til denne Forestilling plejer mit Svar at være, at der gives ingen Form, hvorunder likvid Kapital i større Beløb kan overføres fra de stille Aar til de travle Aar, saa de mægtige Beløb, der faktisk fastgøres i en Opsparingsperiode, maa i det væsentlige være opsparet i selve Perioden; det opsparede Beløb kan kun eksistere i Form af reelle Ting, f. Eks. Ejendomme eller Varelagre. Efter at jeg, som lige omtalt, har faaet Øje paa Varelagrenes Elasticitet nedefter, maa det dog nærmere overvejes, om man ikke her har en Form for Overførsel fra stille til travle Aar, idet man i de stille Aar ikke tør fastgøre Materialer m. m. i Bygninger, men holder dem disponible til mere tillidsfulde Tider; men saa vidt jeg kan se, foregaar Varelagrenes Stigning paa et andet Tidspunkt; de stiger straks efter Krisen, fordi den paabegyndte Produktion gøres færdig, synker derefter ved Tilpasning til den svigtende Afsætning, og holder sig derefter ret konstante indtil Opsvinget; men det var jo i denne stille Periode, at en Opsparing i Lager-Form maatte vise sig, hvis den skulde være Basis for et Opsving<sup>1)</sup>. Den Benyttelse af Lagrene, som efter min Mening faktisk sker i Begyndelsen af Opsvinget,

<sup>1)</sup> Ohlin mener endog, at Varelagrene synker i Depressionsperioden, se Index Maj 1932 S. 144.

kunde forsaavidt godt være sket et Par Aar før. Lederer taler imidlertid forsigtigt om »privatøkonomisk« Betingelse for Opsving; dette skal maaske forstaas saadan, at selv om den samlede Likviditet er uforandret, kan en Del enkelte Firmaer have større privat Likviditet, saa at de kan starte noget. Men som nævnt i min Artikel i dette Tidsskrift, foran S. 95, tror jeg snarere, at Reserverne i de stille Aar glider over til de passive Kapitalister; og de særligt velledeede Firmaer, som tjener godt og arbejder sig frem selv i de stille Aar, vil for manges Vedkommende ikke udsætte deres Aktivitet til det almindelige Opsving, men foretage deres Udvidelser efterhaanden, og medens de kan gøres billigt. Derfor har vi næppe her et Forhold, som i Løbet af de stille Aar modnes til at være en Opsvings-Stimulans.

Bemærkningen S. 95 om, at Reserverne skifter Hænder, tilsigtede at vise, at i en Depression er meget af Opsparingen forgæves for Samfundet, fordi den giver Anledning til, at andre bliver arbejdsløse og tærer paa deres Reserver eller ikke opsparer saa meget, som de ellers kunde. *Keynes* lægger megen Vægt paa dette og peger (i *Treatise on Money I S. 279*), paa, at Beslutningen om at spare og om at investere sker hos to forskellige, saa at man ikke kan være sikker paa, at det opsparede virkelig bliver brugt; kun den Sparer, som ved, at hans Sparen betyder et Byggeforetagende, som ellers ikke var bleven udført, kan være sikker paa at præstere samfundsmæssig Opsparen. Det er som paa andre Omraader, at Kræfter, der ikke tages i Brug, ikke kommer til Udfoldelse; eller som Prof. *Ax. Nielsen* udtrykker det, at Bankernes Udlaan skaber Indlaan; naar bare man disponerer over Kapitalerne, saa vil de indenfor visse Grænser ogsaa være der. Allerede i 1903 har jeg paavist, at en Del af Opsparingen smuldrede bort, naar der ikke blev disponeret over den; og *Ohlin* udtrykker det saadan, at Brutto-Opsparingen er større end Netto-Opsparingen. Der er slet ikke saa lidt Spareevne i de stille Aar og desuden under Tidens Alvor stor Sparelyst for at være rustet til eventuelle Vanskeligheder; men samtidig tærer Mestre og andre Forretningsfolk paa deres Reserver fra forrige travle Tid, Arbejderne paa deres private Reserver eller paa Arbejdsløshedskassens Fond, eller de kommer i Restance overfor Husvært og Købmænd, og Folk med voksne Børn, der egentlig kunde og vilde lægge noget til Side for at kunne hjælpe Børnene med Etablering, Udstyr, Villa eller blot med Arv, de maa i Stedet understøtte de unge arbejdsløse. Men den Opsparing, som

en større Aktivitet kan gøre effektiv, er ikke blot Forskellen mellem de stille Aars Brutto- og Netto-Opsparing; der er ikke blot Tale om at redde det bortsmuldrede, men om at komme endnu højere op end Brutto-Opsparingen.

Bankmændenes Ængstelse for at disponere for stærkt, selv om der er mange ledige Produktionsfaktorer og dermed gode Betingelser for forøget Kapitaldannelse, beror altsaa paa manglende Forstaaelse af, at Kapitalerne til et Opsving i det væsentlige dannes under selve Opsvinget. Jeg har et Par Gange før behandlet Emnet, og for at uddybe Problemet og besvare nogle Indvendinger er det bedre at gentage et Talekseksempel. Under en (ikke særlig slem) Depression anslaaes Danmarks Nationalindtægt til 4000 Mill. Kr. (de faktiske Tal afrundet opefter paa Grund af Skatteligningens Mangler), hvoraf 12 pCt. tænkes opsparet, altsaa 480 Mill. Kr. (rigeligt); ved forøget Beskæftigelse kan man hæve Indtægten 10 pCt. og af disse 400 Mill. tænkes 25 pCt. opsparet; i alt altsaa 580 af 4400 Mill. eller 13 pCt. Der spares normalt mere af en stor Indtægt end af en lille, mere af en Tillægsindtægt end af den oprindelige; man vil indvende, at efter en Depression er mange kommet tilbage, saa at de i hvert Fald straks intet opsparer, men benytter Pengene til at supplere Garderoben osv.; men i mange andre Tilfælde betyder det, at man er kommet tilbage, at man har Gæld til Købmand eller Husvært, eller Terminsrestancer, saa at meget af den vaagnende Indtægt vil blive benyttet til Afdrag og havne i Bankerne; og de Kredse, hvor alle Pengene straks vil blive brugt til Garderoben, hører som Helhed næppe til dem, der bidrager ret meget til Opsparingen, saa deres Svigten mærkes ikke meget. — Det kan endnu nævnes, at en Del af Opsparingen af de gode Aars Tillægsindtægt er ret tvungen; en Del skyldes nemlig de gode Avancer i Bygge- og Anlægsfagene og er ofte betinget af Kredit, saa at Bygherrer, Mestre og Leverandører overhovedet ikke ser hele Indtægten i likvid Form; at Beskæftigelsen i disse Fag er ret stødvis, fører ogsaa til stor Opsparing.

Der er altsaa Mulighed for en Tillægsopsparing paa f. Eks. 100 Mill., og det bliver saa Spørgsmaalet, om man uden videre kan disponere over dette Beløb. Selve Investeringen skaber, direkte eller indirekte, en Indtægt paa 100 Mill., hvoraf kun 25 kan ventes opsparet; men naar de øvrige 75 Mill. udgives, skaber de atter Indtægt, hvoraf efter Forudsætningen 18,75 Mill. kan ventes opsparet, medens 56,25 udgives osv.; i alt ender det med en samlet

Indtægt paa 400 Mill., hvoraf netop de ønskede 100 opspares. Denne Tanke om »sekundær Beskæftigelse«, der ruller videre, Led for Led, anvendes fra anden Side overfor et nationalt Problem, nemlig at et vist Antal Mill. Kr., der erobres fra Ulandet ved at købe egne Varer i Stedet for fremmede, betyder et vist yderligere Antal Millioner, saaledes herhjemme af Telefondirektør *Johannsen* og i England af *R. F. Kahn* (*Economic Journal* 1931). Men den passer ligesaa godt til at paavise, hvormegen sekundær Opsparing en vis Investering sætter i Gang, og man kan anvende samme matematiske Formel til Opsummeringen. Dog maa anmærkes, dels at der er Vanskeligheder, hvis Kapitalen dannes et andet Sted end den bruges, se nedenfor Kapitel VI; dels at det er Forudsætningen, at man ikke starter med at producere netop de Varer, Folk vil købe, naar de faar Indtægt; dette er selvfølgelig ogsaa udmærket, men saa maa man starte med alle 400 Mill.; laver man netop det, som Folk vil købe, saa balancerer det hele straks (bortset fra, at der bindes Kapital til større Lager af Halvfabrikata m. m.), uden at en utilfredsstillet Efterspørgsel skaber yderligere Beskæftigelse, saa paa den Maade vedbliver 100 Mill. at være 100 Mill. Alligevel er der meget nyttigt, hvis forudseende Forretningsfolk straks starter Vareproduktion, naar de ser andre (Staten eller private) starte et Byggeri, idet man saa vil passere de sekundære Stadier hurtigere; men der kræves ogsaa en større samlet Start-Kapital, naar man har saadanne Medløbere. Det er netop Investeringen i noget, Folk ikke direkte køber, eller anden ensidig Efterspørgsel, der har sekundære Virkninger, fordi der da er en utilfredsstillet Efterspørgsel efter det, som Folk køber; og Rulningen maa fortsættes, indtil Folk virkelig »køber de Kapitalgenstande«, d. v. s. indtil Opsparingen er blevet ligesaa stor som Investeringen; thi at spare betyder at købe Kapitalgenstande. Saalænge Opsparingen er mindre end Investeringen, er der en utilfredsstillet Efterspørgsel, der skaber yderligere Beskæftigelse, og det er altsaa ikke nogen Tilfældighed, at vi ender med de samme 100 Mill., som vi startede med; det vilde f. Eks. ogsaa passe, hvis vi forudsatte  $33\frac{1}{3}$  pCt. Opsparing af Tillægsindtægten, kun at den samlede primære og sekundære Indtægt da ikke vilde blive 400 men 300 Mill. (ikke  $100 + 75 + 56$  osv., men  $100 + 67 + 45$  osv.);  $33\frac{1}{3}$  af dette Beløb er atter 100 Mill. Forudsætter vi derimod 20 pCt. Opsparing, skulde det føre til en samlet Beskæftigelse paa 500 Mill.; men da der fremdeles kun forudsættes at være ledige Produktionsfaktorer

for 400 Mill., maatte dette føre til Inflation og kunstig Opsparing; med Spareprocenten 20 kan det kun gaa at starte med 80 Mill., idet 20 pCt. af 400 er 80.

I Treatise I S. 173 siger *Keynes*, at Tilgang eller Afgang i Kapital beror paa Investeringens Beløb, ikke paa Opsparingen; Sætningen skal dog modificeres lidt i det lange Løb, fordi større Opsparing betyder lavere Rente og derfor flere Muligheder for Investering; det lige nævnte Taleksempl viser ogsaa, at man kan investere des mere, jo højere Spareprocenten er. Jeg vil derfor snarere sige, at Investeringen er stærkere end Opsparingen, end at den er eneraadende; thi helt afmægtig er Opsparingen ikke. Men i det korte Løb er det rigtigt, at det positive at investere er stærkere end det negative at spare; en pludselig Tilvækst i Opsparingen vil Forretningsverdenen vanskelig blive klar over og forstaa Konsekvenserne af, saa at de starter den Investering, uden hvilken Opsparingen ikke kan bevares som et Aktiv; den pludselige Tilvækst vil snarere skabe øjeblikkelige Afsætningsvanskeligheder, saa at man netop ikke faar Indtryk af, at der trænger til Investering i Rationalisering, Fabriksudvidelser o. lign. Sparer Folk mere, end nogen tør investere, saa gaar det overskydende til Spilde, da det overhovedet ikke kan bevares uden i Form af Ting; og investeres der mere, end der spares, saa vil Opsparingen vokse. Men det er svært at faa Investering og Opsparing til at følges; derfor er Renten af Dag til Dag Penge saa urolig.

Dog giver Lagrenes Bevægelser lidt midlertidig Elasticitet, idet de vokser, naar Opsparingen vokser, og aftager, naar Forbruget eller Investeringen vokser; den første Virkning af, at Folk køber mindre, er at Lagrene i Butikerne vokser, og Opsparingen har derved en reel Eksistensform. — En beslægtet Bemærkning af *Keynes* findes i II S. 95, at Disharmoni mellem Investering og Opsparing især skyldes Investeringen, medens Opsparingen som Regel er ret stabil; jeg vilde snarere sige, at den er passiv, d. v. s. retter sig efter Investeringen, dog kun i det korte Løb. I det lange Løb har Sparelysten mere Indflydelse; imidlertid virker Investeringen ogsaa her, idet Lysten til en bestemt Maskine osv. stimulerer til Spareofre.

Forudsætningen for, at Starten af ny Investering har de skildrede gavnlige Virkninger for Beskæftigelsen og Kapitaldannelsen, er imidlertid, at Bankerne ikke i Bekymring for Kapitalforsyningen trækker ligesaa meget ind paa anden

Kreditgivelse; disse andre Foretagender har jo som Regel ogsaa sekundære Virkninger; gaar det saadan, har Initiativet unægtelig været forgæves, ja maaske skadeligt, hvis det fortrængte var mere rentabelt end det nye; men det er Bankernes egen Skyld. Hvis Tillægsinvesteringen derimod faar Lov til at blive et Tillæg, idet andre planlagte Investeringer fastholdes og Lagrene ikke reduceres, saa staar der jo ved Byggeriets Afslutning en Bygning mere, uden at der et andet Sted staar en Bygning mindre; der er en Netto-Tilvækst i Værdi, som maa tilhøre en eller flere Personer, hvis Formue er vokset saa meget; altsaa maa der være sket en Opsparing, og Spørgsmaalet er blot, om det er af den latente eller af den kunstige Art. Dette beror nærmest paa Beløbets Størrelse, se Kapitel III.

Imidlertid kan der være mere legitime Grunde end Bankernes Ængstelighed til, at den nye Investering delvis neutraliseres ved, at andre Ting opgives; den nye Efterspørgsel efter Materialer, Arbejdere og Kapital kan faa Priser, Løn og Diskonto til at stige, saa at nogle andre Efterspørgere trækker sig tilbage; der vil komme en naturlig Sortering, saa at de mest rentable Ting snarest fastholdes. Saalænge der er mange ledige Produktionsfaktorer, maa disse Prisstigninger dog være svage, se Kapitel III, og Fortrængningen vil være partiel. Erfaringsmæssigt gaar det under et Opsving ofte ud over Boligbyggeriet, der ikke lover saa hurtigt Udbytte som Industrien m. m.; hvis det imidlertid er offentlig Investering, man starter med, behøver man ikke at være bange for Boligbyggeriet, men maa tværtimod glæde sig over, at der her skabes en Reserve for den Tid, hvor det fortsatte Opsving trænger Byggeriet lidt til Side. — Saalænge der som Helhed er mange ledige Faktorer, vil Prisstigninger især komme ved specielle Ting, hvor det kniber med Fagarbejdere, Kapacitet og Lagre, og der kan ofte let skaffes Erstatning, idet en lille Stigning drager Faktorer til fra andre Omraader; hvis Forsyningsvanskelighederne saaledes ikke er absolutte, er der den Mulighed for, trods den nævnte Frasortering af de svageste Fag, at faa alle ledige Faktorer beskæftiget (bortset fra Sæson m. m.), at man ikke nøjes med at starte med 100 Mill. Kr., men f. Eks. 125 (hvis der ventes at gaa 25 Mill. fra); dette kan dog næppe anbefales, idet Opsvinget snart vil udløse et latent Behov for Udvidelser, se Kapitel III.

De to næste Kapitler handler dels om Frigørelse af ældre Kapital (D og E), dels om, hvorledes Grænsen i Praksis bliver draget mellem den latente og den kunstige Opsparing (B og C).

## II. FORELØBIG FINANSIERING VED VARELAGRENE. AFSKRIVNINGERNE.

Der er den Vanskelighed ved at tænke sig Finansieringen af Investeringen under et Opsving ved Hjælp af den latente Opsparing, at denne kun langsomt kommer til Eksistens, efter-

haanden som Investeringens sekundære Virkninger breder sig. Den primære Opsparing ud af den Indtægt, som Investeringen direkte skaber, kan maaske nok regnes at ske samtidig med Starten, men den andrager jo kun 25 pCt. af den fornødne Kapital; de næste ca. 19 pCt. (25 pCt. af 75) kommer først, naar der disponeres over den nye Indtægt, maaske i Løbet af 1 à 2 Maaneder; de næste ca. 14 pCt. atter en Tid senere osv. Der synes ikke at være noget at lønne med lige straks, i hvert Fald ikke nok; Arbejderne kan ikke give Kredit for 100 pCt. af Lønnen, men vil straks købe Føde, Klæder osv.; og hvis de gav Kredit og ikke forøgede deres Forbrug, kom der ingen sekundær Beskæftigelse. Altsaa maa Investeringen skubbe noget andet til Side, og saa mister man den sekundære Beskæftigelse, som dette andet vilde have skabt, hvilket ophæver den nye sekundære Beskæftigelse.

Den samme Vanskelighed indtræder imidlertid ved en hvilken-somhelst anden Start fra Depression op til større Beskæftigelse. Og den skyldes ikke, at vi tænker os Starten som en egentlig Investering i faste Bygninger og Anlæg; selv om vi starter ved en almindelig Vareproduktion ud fra eksisterende Fabriker, maa der skaffes en forøget Kapital, nemlig til de halvfærdige Varer; Arbejderen begynder at forbruge den første Uge, men først efter en vis Tid, f. Eks. en Maaned, kommer der flere færdige Varer ud af Fabriken. Tænker man sig, at der i Maanedens Løb sker en ganske jævn Tilvækst i Arbejdertallet, efterhaanden som de først antagne skaber et Halvfabrikat, som andre kan bygge videre paa, da vil der, naar Salget kan begynde, være et Lager paa  $\frac{1}{2}$  Maanedes Produktionsværdi. Ogsaa her maa vi spørge: Hvor kommer den Kapital fra? Thi Erfaringen viser, at det er muligt at hæve sig op fra en Depression.

Der er kun to Muligheder, enten en samtidig skabt ny Kapital, eller en Overførelse af noget eksisterende. Og hvis Selvfinansieringen tager Tid, maa man i Begyndelsen tage af det eksisterende, og saa eventuelt senere faa dette erstattet. Selvfinansieringen tager Tid, hvis man ikke raader over en saa glimrende Organisation, at man samtidig starter Investeringen (de 100 Mill. Kr.) og den supplerende Vareproduktion (de 300 Mill.), saa at der af de 400 opspares 100; dette kan ikke ventes, og derfor maa man tære paa Lagrene. Og heldigvis er der Grund til at tro, at man højst behøver at reducere Lagrene ca. 5 pCt. for at komme over Starten. Sælgeren af disse Lagre vil indsætte Salgssummen

i sin Bank, og saa kan Bygherren laane Kapitalen der, direkte eller indirekte; Banken bør dog forstaa, at Lagerets Sælger snart vil bruge Pengene til Retablering, se nedenfor. Dette Minus i Lagrene er ikke noget Minus i Beskæftigelse, saadan som naar een Art Investering fortrænger en anden; foreløbig foregaar Vareproduktionen som sædvanlig, og naar der omsider sker Forandring, er det forøget Beskæftigelse og Opsparing, foruden ved den oprindelige Investering. Vel er der delvis en Udsættelse af Problemet med Finansiering af Lagrenes Retablering, men der kommer dog hurtig en virkelig Tilvækst i Opsparing; der opspares straks ca. 25 pCt., og allerede inden Retableringen af Lagrene kommer i Gang, er dette Tal vokset lidt, maaske til 33 pCt. af den samtidige Investering (se nedenfor); og selv om de Arbejdere, der beskæftiges ved Retableringen, ved deres Forbrug medfører et yderligere Svind i Lagrene, inden de har naaet at producere færlige Varer, saa vil deres og deres Arbejdsgiveres forøgede Indtægt dog ogsaa betyde en Opsparing, saa at Svindet i Lagrene efterhaanden bliver ganske lille og under visse Forudsætninger kan blive til Tilvækst.

Til nærmere Forstaaelse af dette maa Begivenhedernes Forløb følges Skridt for Skridt; meget beror paa Skøn, men selv om de 5 pCt. Lagerreduktion, jeg regner med, inden Retableringen bliver effektiv, rettelig skulde være 10 pCt., vil det ikke være nogen alvorlig Gêne; og desuden: Saasnart Reduktionen bliver saa stor, at det generer, vil Retableringen tage Fart. Det bliver nødvendigt at regne med mindre Enheder end Aar, f. Eks. Uger, altsaa ikke en oprindelig Investering paa 100 Mill. Kr. pr. Aar, men paa 2 Mill. pr. Uge. Efter Forudsætningen om 25 pCt. Opsparing er  $\frac{1}{2}$  Mill. Kr. da straks skaffet ved Opsparing af dem, de 2 Mill. direkte tilfalder; endvidere anslaaer jeg, at af de øvrige  $1\frac{1}{2}$  Mill. tages 1 Mill. fra Lagrene, medens  $\frac{1}{2}$  Mill. er »Tjenester« (service) eller direkte Benyttelse af Boliger m. m., altsaa Handelsavance, Trafik, personlige Tjenesteydelser, Skatter, Forlystelser, Hoteller m. m. For disse Tjenester kommer den første Udgivelse temmelig direkte til Produktionsfaktorerne og den sekundære Beskæftigelse derfor hurtigt, idet den ikke forsinkes af Lagrenes Passivitet; maaske Pengene i Gennemsnit allerede udgives 1 Uge efter, medens den halve Mill., der opspares, ikke udgives, men bidrager til at dække den oprindelige Investering, og den Million, der tages af Lagrene, foreløbig er saa umærkelig, at der ikke sker ret meget.

I den følgende Uge fortsættes Byggeriet med 2 Mill. Kr., der fordeles paa samme Maade, saa at der atter tages 1 Mill. fra Lagrene; desuden tages der  $\frac{1}{4}$  Mill. derfra, fordi første Uges Modtagere af  $\frac{1}{2}$  Mill. for Tjenester nu disponerer derover, saa at  $\frac{1}{2}$  af  $\frac{1}{2}$  bruges til Varer. I 3. Uge tages der  $1 + \frac{1}{4} + \frac{1}{16}$  fra Lagrene, medens Opsparingen er det halve deraf, altsaa  $\frac{1}{2} + \frac{1}{8} + \frac{1}{32}$ . Hvis Lagrenes Retablering først kommer i Gang efter nogle Uger, vil disse to Rækker efter en matematisk Formel hurtigt nærme sig



Summerne  $1\frac{1}{3}$  og  $\frac{2}{3}$ , saa at Investeringens fortsatte 2 Mill. dækkes paa ret naturlig Maade ved Lagerforbrug og Opsparing, i det oprindelige indbyrdes Forhold; Tjenesterne holder yderligere et vist Antal Mennesker beskæftiget Uge for Uge. Den samlede ugentlige Beskæftigelse andrager saaledes  $2\frac{2}{3}$  Mill. Kr., nemlig 2 Mill. til Investering og  $\frac{2}{3}$  til Tjenester, jfr. at  $\frac{1}{4}$  af  $2\frac{2}{3}$  netop er  $\frac{2}{3}$ . (Paa et vist Tidspunkt, f. Eks. efter et Par Maaneder er 1. Uges Investering repræsenteret ved 8. Uges Eftervirkning, 2. Uges Investering ved 7. Uges, 3. Uges ved 6. Uges, o. s. v., saa at man i denne Uge som samlet Sum faar det samme som Summen af 1. Uges Virkning gennem alle Ugerne).

Lagrenes Retablering vil senest komme i Gang, naar deres Lidenhed generer, men antagelig før; og dette er ogsaa meget ønskeligt, da Retableringen tager Tid, saa Génen vilde forværres. Det beror paa Sædvanerne, og er vidt forskelligt for letfordærlige Varer og andre. For de holdbare Varer er der antagelig nogle Købmænd, der supplerer Lageret, naar der ses at være Ebbe, eventuelt saadan, at man samtidig giver Ordre for andre Varer fra samme Leverandør; men andre har regelmæssigt Efter-syn eller regelmæssigt Besøg af Agenter. Den større Omsætning kan enten føre til hyppigere Ordre eller større Ordre; og efter hvornaar man sidst blev forsynet, kan den betyde Ordre om 3 Dage i Stedet for om 4, eller om 30 Dage i Stedet for om 40. Det er næppe Umagen værd at undersøge og gennemtænke dette nærmere, navnlig da det alligevel ikke kan gøres nøjagtigt, og da der paa flere andre Punkter er usikre Skøn; men jeg vil gætte paa at der gennemsnitlig gaar 2—3 Uger, inden Købmændene giver Ordre.

Oprindelig gik der desuden lidt Tid, inden Forbrugerne disponerede, og efter Detaillistens 2—3 Uger gaar der lidt Tid, inden Grossisten og Fabrikanten disponerer, og inden den sidste faktisk kommer i Gang; paa den anden Side kom Tjenesternes sekundære Virkninger delvis meget hurtigere. I alt vil jeg da ganske summarisk regne, at hvert Stadium af sekundær Beskæftigelse kommer ca.  $1\frac{1}{2}$  Maaned efter den forrige Beskæftigelse, og da der maa passeres adskillige Stadier, inden man er nede paa ganske minimale Tilvækster, maa der regnes et Aars Tid til hele Forløbet. Den første Virkning af, at man begynder at producere Varer til Lagrenes Retablering, bliver yderligere fremskyndet Reduktion af disse, udover de  $1\frac{1}{3}$  Mill. pr. Uge, idet de nyantagne Arbejdere m. fl. straks køber og forbruger, skønt de først efter nogen Tid producerer færdige Varer, og der bindes Kapital i disse Lagre af halvfærdige Varer, altsaa delvis en Flytning af Værdi fra de færdige Lagre til de halvfærdige. Efterhaanden som Stadierne passeres, bliver dette dog bedre; dels bliver Stigningen i Vareproduktionen efterhaanden mindre, men selve Vareproduktionen større, saa at de færdige Varer kommer til at udgøre en større Andel; og dels nærmer Opsparingen sig til at være ligesaa stor som den fulde Investering, saa at det bliver en aftagende Rest, der maa tages af Lagrene. Men en egentlig Erstatning af disse op til deres oprindelige Størrelse vil kun finde Sted, hvis man har været saa forsigtig at starte med mindre end 25 pCt. af den ledige Produktivkraft, eller hvis Investeringen delvis skubber noget andet til Side; investeres der de fulde 2 Mill. Kr. pr. Uge, da vil der først, naar den samlede Beskæftigelse

er steget 8 Mill. pr. Uge, være fuld Dækning for Investeringen i de 25 pCt. Opsparing (og intet til de halvfærdige Lagre); i alle de foregaaende Uger var Beskæftigelsen mindre end 8 Mill., og Opsparingen altsaa utilstrækkelig. Det er det yderligere Svind i Lagrene, der i det væsentlige vil standse, naar man har naaet de 8 Mill.; men Erstatning af Svindet vil aldrig ske uden under de nævnte ændrede Forudsætninger eller andre særlige Forhold (kunstig Opsparing, Spekulation).

Lad os opgøre Lagersvindet efter det første Halvaar. I den første Uge var det 1 Mill. Kr., i den næste  $1\frac{1}{3}$ , hurtigt stigende henimod  $1\frac{1}{2}$ ; stærkere Stigning, naar den sekundære Produktion begynder efter 6—7 Uger (idet vi kun tænker paa de færdige Varer), men atter aftagende, naar denne begynder at bære Frugt. Efter  $\frac{1}{2}$  Aar er Beskæftigelsesrækken (100, 75, 56 o. s. v.) naaet til en Sum af godt 300, svarende til 6 Mill. Kr. pr. Uge; heraf opspares  $1\frac{1}{2}$ , saa at der mangler  $\frac{1}{2}$  i den ugentlige Investering 2 Mill. samt Kapital til de halvfærdige Varer (der dog paa dette Tidspunkt næppe kræver nogen større Tilvækst; baade fordi Forholdet mellem løbende Produktion og Tilvækst efterhaanden forskydes, og fordi Lagrene næppe behøver at vokse proportionalt med Omsætningen). Af de 6 Mill. anvendes endvidere  $1\frac{1}{2}$  til Tjenester og 3 til Varer; men da Investeringen er  $\frac{1}{2}$  Mill. større end Opsparingen, saa at der maa tages saa meget fra Lagrene, kan Vareproduktionen kun være naaet til  $2\frac{1}{2}$  af de 3, der forbruges. Vi har altsaa 26 Uger, der begyndte med 1 Mill. Kr. Lagerforbrug, steg til  $1\frac{1}{3}$  og siden endnu mere, men omtrent fra Midten af Perioden begyndte at aftage, ned til godt  $\frac{1}{2}$ ; i alt anslaaer jeg Summen for de 26 Uger til 20. Da der i alt er investeret for 52 Mill., maa Opsparingen have klaret de 32 + de halvfærdige Varer; og dette passer meget godt med, at Opsparingen i Begyndelsen var  $\frac{1}{2}$  Mill. pr. Uge, i Slutningen  $1\frac{1}{2}$  Mill., og stærkest stigende i Begyndelsen eller Midten.

Efter yderligere et halvt Aar er vi næsten oppe paa de fulde 8 Mill. Kr. Beskæftigelse pr. Uge, navnlig fordi en nyttig Spekulation antagelig vil fremskynde Vareproduktionen, idet man efterhaanden er bleven klar over, at den foregaaende Investering kræver et saadant Supplement. Men over de 8 Mill. kan man jo ikke komme, hvis dette er den ledige Produktivkraft, saa indhente det forsømte kan man som nævnt ikke. Lagerforbruget var ved dette Halvaars Begyndelse godt  $\frac{1}{2}$  Mill. Kr. pr. Uge, og ved Slutningen kun lidt over 0, saa de 20 Mill. fra første Halvaar vokser højst til 30. Den samlede Opsparing er samtidig naaet op til godt 70 Mill., nemlig ca. 32 i det første Halvaar, ca. 42 i det andet, medens Lagrene har skaffet 20 og 10 (bortset fra de halvfærdige Varer). Lagrenes Bidrag til Investeringen synker altsaa fra ca. 40 pCt. til ca. 20 pCt. og tenderer mod 0. En mere detailleret Gennemgang vil give andre Tal, men næppe forrykke Billedet.

Dette Lagerforbrug paa 30 Mill. Kr. skal saa maales med det samlede Lager. *Keynes* beregner (Treatise II S. 107), at den samlede »working capital« (defineret som goods in process) er 40—50 pCt. af Nationalindtægten; dette stemmer udmærket med det Tal, jeg i Danmarks Erhvervs- og Samfundsliv S. 380 rent skønsomt har ansat for »Forraad«, 2 Milliarder Kr. No-

get heraf er dog af saadanne Arter, at det ikke kommer Sagen ved; men selv om vi maaler de 30 Mill. med blot 1000 Mill., er det kun 3 pCt., altsaa noget næsten umærkeligt; i en saa alvorlig Depression som den nuværende maa der regnes med højere Tal, men de foran nævnte 5 eller 10 pCt. er dog paa den sikre Side. I første Omgang er det Butikslagrene, der interesserer; derfra breder Lagerforbruget sig videre til Grossister og Fabrikanter og Raastoflagre. Butikslagrene anslaaer jeg til mindst 500 Mill. Kr. ( $\frac{1}{8}$  af Aarsomsætningen efter Erhvervstællingen), men selv i Forhold dertil er de 30 Mill. kun 6 pCt. Raastoflagrene er som før nævnt ofte overflødig store i en Depression, saa at der herfra kan frigøres Kapital uden Trang til Retablering, og dette bøder lidt paa, at man efter foranstaaende Udvikling kun under særlige Forudsætninger kan vente at faa Lagerforbruget erstattet. En anden og væsentligere Hjælp i denne Henseende er det, at man i Praksis ikke starter med de 2 Mill. Kr. pr. Uge, der sigter lige mod fuld Beskæftigelse, men meget langsommere og forsigtigere (hvad man ogsaa er nødt til, fordi Antallet af ledige Arbejdere i de Fag, hvormed de første Stadier af et Byggeri foregaar, ikke kan optage 2 Mill. Kr. pr. Uge); starter man mere moderat, vil man paa det Tidspunkt, hvor det resulterende Lagerforbrug har naaet Maksimum, endnu have ledige Arbejdere til at erstatte Lagrene.

Det at Finansieringen delvis sker ved Lagrene, virker beroligende og stimulerende; mange Banker, som ikke selv har været med til at yde Kredit til det startede, føler sig i al Stilhed ernæret gennem Indlaan, saavel af ny Opsparing som af frigjort Lagerkapital; thi Fortjenesten og Vareefterspørgselen, som det startede skaber, spredes til alle Fag og til fjerne Steder. Man faar Mod til at give Kredit, og samtidig er der mange, der trænger til Kredit, fordi den voksende Efterspørgsel giver dem Mod paa Udvidelser; det er jo den solidest mulige Basis for et Opsving, at Efterspørgselen faktisk vokser. Ogsaa dette er spredt viden om. — Selv om Kapitalkilderne A og E ligner hinanden deri, at noget andet skubbes til Side for at afgive Kapital til det nye, er der en stor Forskel; ved A er det en anden Investering; der mistes derved ligesaa meget Arbejde som der vindes ved det nye, og der er ikke altid Grund til at vente, at det fortrængte hurtigt vil melde sig igen. Ved E tæres der paa Lagrene, men der bliver ingen arbejdsløse i den Anledning; tværtimod vil der før eller senere komme en Retablering, der skaber Arbejde. De tømte Lagre

skal erstattes; alle maa indrømme, at det er sundt. Og jo hurtigere det sker, des bedre; hvis man kan forkorte den foran nævnte Periode paa  $1\frac{1}{2}$  Maaned, eller hvis kloge Spekulanter forudser den vaagnende Vareefterspørgsel, da kommer man hurtigere op paa de fulde 8 Mill. Kr. pr. Uge; og naar der er færre Uger med partiel Beskæftigelse, bliver det samlede Lagerforbrug mindre. Dog kan det tænkes, at der er psykiske Vanskeligheder ved en hurtig Stigning.

Selve det beregnede Beløb for Lagerforbrug, 30 Mill. for det første Aar, er saa lille, at det næppe kan ventes konstateret statistisk. Det er navnlig i Forhold til det samlede Lager, at det er saa lille; i Forhold til den nye Investerings 100 Mill. eller den samlede Investerings  $480 + 100$  Mill. er det jo mere føleligt. Og den Bank, som starter, uden at de andre Bankers Kredse er ligesaa aktive, kan ikke vente at blive tilstrækkelig ernæret, men maa have de andre Bankers Hjælp. Og alle Bankerne maa være klare over, at de af de nye Indlaan, som skyldes Lagrene — og det gælder navnlig de første Uger — ikke er saa stabile som de Indlaan, der skyldes opsparet Fortjeneste; Indskyderen vil snart disponere derover, ja maaske over mere. Det er som ved Verdenskrigens Afslutning, at de Milliardbeløb, der indestod i Banker og Sparekasser, dels hidrørte fra virkelig Fortjeneste og i saa Fald kunde ventes at blive staaende i ret stort Omfang, og dels fra reducerede Varelagre og Besætninger, torpederede Skibe, utilstrækkelig Byggevirksomhed osv., saa at mange var ivrige efter at disponere. Dette var Bankerne uforberedte paa, hvilket voldte megen Fortræd.

Et andet Omraade, hvor det kan vise sig, at det ikke er nye, men frigjorte Kapitaler, er Obligationsmarkedet; man ønsker ikke at købe Obligationer for disse Penge. Cassels Ord, at den Kapital, der bruges i Dag, altid maa hidrøre fra Samfundets Indtægt i Dag, skulde jo betyde, at medens der foregaar et Byggeri, sker der en tilsvarende Opsparing, og det, der sker, naar Byggelaanet omsider betaales ved et Kreditforeningslaan el. lign., er blot en Ombytning af een Kreditform med en anden; maaske Banken selv overtager Obligationerne som Betaling, og saa ved gradvis at sælge disse til nye Sparere faar Midler til fortsatte Byggelaan. Hvis Kapitalen til den skabte Bygning imidlertid ikke er fremkommet ved samtidig Opsparing, men ved Lagerreduktion, saa har Banken i Stedet for Salgssummer for Obligationer faaet Indlaan af en midlertidig Karakter; den har en særlig stor Beholdning af Obligationer uden Udsigt til særlig stort Salg, men med Udsigt til at Lagersælgerne snart vil disponere over deres Indlaan. Det er altsaa vigtigt for Banken at kende Finansieringens Karakter. (En helt anden Grund til, at Salget af Obligationer har vanskeligt ved at gaa parallelt med Investeringen, er, at Tilvæksten i de Klasser,

der køber Obligationer, gaar ret kontinuerligt ved Aldersoprykning og Dødsfald m. m., medens Investeringen beror paa Konjunkturerne. De Klasser, der tjener paa Investeringen, maa da overtage mere, end de i Længden ønsker).

En anden Modifikation i Læren om den samtidige Finansiering nævner *Keynes* i *Treatise I S. 280*: Det er først ved et Byggeris Afslutning, at det skal vise sig, om nogen er villig til at opspare et Beløb, der kan overtage Resultatet; thi først da mærker Forbrugerne, at man for nogle Maaneder siden startede et Byggeri i Stedet for f. Eks. Hvedeproduktion; om der rejste sig et Hus eller der groede en Hvedehøst, havde ingen aktuel Interesse for dem, men hvis de ved Afslutningen faktisk ønsker at forbruge Hvede, vil de komme til at savne den. De Produktionsfaktorer og den Driftskapital, som ellers var knyttet til Hveden, er flyttet over til Byggeriet; man køber ikke Gødning og Landbrugsmaskiner, men Byggematerialer og Gravemaskiner; man beskæftiger ikke Landarbejdere, men Teglværks- og Bygningsarbejdere. Imidlertid er antagelig ogsaa Hvedeværdiens Vækst finansieret ved Flytning; det gradvise Salg af forrige Høst til Forbruget frigør Kapital, enten hos Landmændene eller hos nogle Mellemmænd, og derved faas Penge til Gødning, Arbejde og Ledelse; kun hvis der hvert Aar opdyrkes forøgede Arealer el. lign., kræves der desuden lidt frisk Kapital. Endvidere maa der ogsaa overfor Høsten staa nogen rede til at eje den, enten Landmanden eller en anden (se senere) og han kan da ligesaa godt sætte sin Kapital i Bygningen. Derfor kan det ikke være *Keynes'* Mening, at den Sparevilje, der skal vise sig ved Afslutningen, pludselig helt skal overtage Bygningen; den undlader gennem hele det følgende Aar at bruge saa megen Hvede, og Kapitalisten, der ellers i Aarets Løb blev udløst ved at sælge Hvede, bliver nu udløst ved at Folk sparer; i begge Fald har man paany Frihed til at vælge Hvede eller Byggeri som det næste Aars Anvendelse af den udløste Kapital. Men rigtigt er det, at Opsparingen her sker bagud i Stedet for samtidig med Byggeriet, idet den første Finansiering skete ved Flytning af ældre Kapital.

Er Spareviljen ikke til Stede, maa der ske en kunstig Opsparing; thi det er umuligt at forbruge den ikke avlede Hvede; der kan da ventes Prisstigning paa Hveden, hvilket giver Avancer og Opsparing, saa at Kapitalisten maaske alligevel udløses og kan starte nye Ting. — Imidlertid tør man næppe løbe an paa denne Opsparen bagud, medmindre man forud paa andre Omraader har mærket en Sparevilje. Og hvis Vareproduktionen forløber hurtigere end Investeringen, er det ved den Tid, hvor Vareproduktionen normalt vilde være afsluttet, at man vil savne dens Produkt, og at Spareviljen maa vise sig, altsaa samtidig med det fortsatte Byggeri. Og endelig er det kun under gode Konjunkturer, hvor alt er optaget, at denne Opsparing bagud er naturlig, medens Kapitalen primært overføres fra den indskrænkede Vareproduktion; i en Depression kan Investeringen ske uden at formindske den løbende Produktion og beslaglægge dens Kapital; der er gode Betingelser for ny Opsparing (men dog ikke saa gode, at man kan undvære Lagerforbrug).

Afskrivninger andrager ca. 100 Mill. Kr. aarlig i Danmark, nemlig  $\frac{1}{2}$  å 1 pCt. af ca. 17 Milliarder i Bygninger, Maskiner o. lgn. (Nationalfor-

muens 25 Milliarder ÷ Jorden og privat Løsøre). Ved Beregningen maa erindres, at den stærke Vækst i Folketal og Velstand hidtil har betydet en Tilvækst paa ca.  $2\frac{1}{2}$  pCt. aarlig, saa at Gennemsnitsalderen er ret lav; naturligvis især for hurtigt opslidte Maskiner o. lgn., men ogsaa for Bygninger. Ved Udarbejdelsen i 1914 af min Afhandling i Nationaløk. Tidsskr. om Principerne for Afskrivning kom jeg ved nogle af de gennemregnede Eksempler til det overraskende Resultat, at Afskrivningen skal være størst i Midten, men moderat i Begyndelsen, hvor der endnu er mange Aar, til den indtægtsgivende Evne svinder ind, og hvor ethvert afskrevet Beløb sparer Renter m. m. i mange Aar, og lille i Slutningen, hvor den indtægtsgivende Evne er meget lille (dyr Reparation, lav Husleje). Hvis disse Eksempler svarer til mange af de faktiske Forhold, vil den nævnte Gennemsnitsalder føre til ret normal Afskrivning.

Det afskrevne Beløb indgaar som et ret fast Led i den likvide Kapital og kræver derfor trods sin Størrelse ikke megen Opmærksomhed; ligeledes er det i det væsentlige givet, hvad det skal bruges til, nemlig til at erstatte det kasserede, men der er dog et Spillerum efter, om Faget er i Udvikling eller Tilbagegang, og man kan benytte Pengene til Modernisering m. m., eller i Begyndelsen til Udvidelser. — Hvis Børnebegrænsningen fører til stagnerende Folketal, vil Kapitalgenstandenes Gennemsnitsalder stige, og derved vil der i Overgangen frigøres ret store Afskrivninger.

Man kan dog rejse det Spørgsmaal, om det er givet, at Afskrivningerne skal gaa efter en forud fastlagt Plan, kun som en Funktion af Aarenes Antal, eller ikke ogsaa efter, hvor meget der faktisk er slidt paa Maskinen og Bygningen, og maaske ogsaa i øvrigt efter Konjunkturerne. Et Aktieselskab vil ofte foretrække at afskrive rigeligt, naar der tjenes godt, og derved opnaa noget lignende som ved et Egaleringsfond; men Skattevæsenet vil værge sig herimod, da det vanskeliggør Kontrollen; og for eventuelle Købere af Aktier er det mest oplysende, at Udbyttet svinger, naar der faktisk er Sving, medens man ved varierende Afskrivning giver et Skær af Stabilitet, som ikke svarer til Virkeligheden. Der er dog noget, der taler for lidt Smidighed; ikke blot at der slides mest i de travle Aar, men ogsaa, at Afskrivningerne skal afpasses efter den indtægtsgivende Evne. Afskrivningerne skal resultere i en Værdi i Status, som svarer til, hvad en forstandig Sælger og en forstandig Køber kan enes om, fordi man saa som Helhed er ens stillet, enten man køber en ny Ting til fuld Værdi eller en gammel Ting til nedskrevet Værdi. I de foran nævnte Taleksempler skal der afskrives mest i Midten, thi naar disse Aar er gaaet, er en væsentlig Del af den indtægtsgivende Evne forbrugt; vil en forstandig Køber ikke paa samme Maade, naar der har været en Række gode Aar, men ventes daarlige Konjunkturer, hævde, at Sælgeren bør have benyttet de gode Aar til Afskrivninger, og at han ikke kan give saa meget, naar der netop ventes daarlige Aar? — Fra Synspunktet likvid Kapital er det mindre væsentligt, om man varierer Afskrivningen lidt paa denne Maade, hvis man ellers vilde variere Opsparingen modsat; altsaa beregne en stor Indtægt i de gode Aar og saa opspare rigeligt deraf. Men det kan man næppe løbe an paa. Og i de travle Aar trænges der til megen likvid Kapital, medens den under Depressionen let gaar til Spilde og kan gøre Skade ved at skabe Arbejdsløshed; dette gælder hvad-

enten den posteres som Afskrivning eller Opsparing, men afskriver man moderat i de stille Aar, er der mere Udsigt til Forbrug, hvilket i de stille Aar er et Gode.

### III. LATENT ELLER KUNSTIG OPSPARING.

Hvis der ved en særlig stor Overdisponering (se Kapitel V) startes og fastholdes en større Investering, end den latente Opsparing forslaar til, og hvis intet andet i den Anledning fortrænges, eller dog ikke mere, end at man fremdeles er udenfor det latente, da kommer der jo faktisk en yderligere Bygning eller Maskine til Eksistens, og dette maa da være finansieret ved kunstig Opsparing. Linien Lagerforbrug, latent Opsparing fortsættes da videre til den kunstige Opsparing, som ikke hidrører fra en større samlet Indtægt, naar de ledige Produktionsfaktorer tages i Brug, men fra en forandret Fordeling af Indtægten, saa at nogle tvinges til at indskrænke Forbruget, medens andre kan bevare den sædvanlige Lefevod og alligevel let faa noget til overs; dog kan der ogsaa være en mere frivillig Opsparing, se nedenfor. Vi saa det jo baade under Verdenskrigen og efter den, at Inflationen var kapitalskabende, idet Løn og Renter ikke steg saa stærkt som Prisniveauet, saaledes at Arbejdere og Rentenydere maatte indskrænke sig, medens Arbejdsgivere og Debitorer havde store Avancer, hvoraf det var let at spare; Indtægten var ikke blot stor, men den blev forskudt til mere sparende Kredse eller til Kredse, som derved fik let ved at spare.

Man kan saa spørge, om denne Skævhed i Indtægtsfordelingen, denne Træghed i Lønstigningen og denne Forskel i Samfundsklassernes Spareprocent er nødvendige Forudsætninger for den kunstige Opsparing, saaledes at Udbyttet deraf tilflyder helt andre Personer end dem, der har maattet indskrænke sig; eller om det kan antages, at ogsaa Folk, hvis Indtægt er steget ligesaa stærkt som Priserne, sparer mere, f. Eks. i Haab om senere Prisfald. Vi maa da se nærmere paa hele den Kamp mellem Forbruget og Investeringen og mellem de forskellige Arter af Investering, som udvikler sig, naar der startes for meget; hvis der gives Situationer, hvor Forbruget ikke giver efter paa en af disse Maader, altsaa hverken tvungent eller frivilligt, da er det umuligt at investere mere end den løbende + latente Opsparing, og Regelen om, at Investeringen er stærkere end Opsparingen, maa lempes; Indtægtens Indehaver er jo dog i det væsentlige Herre over, om han vil bruge eller spare.

Hvis Investeringen er rigtig afpasset efter den latente Opsparing, vil man, naar de sekundære Virkninger er naaet til det sidste Hold arbejdsløse, netop faa opsparet, hvad der investeres; efter den talmæssige Illustration 2 Mill. Kr. ugentlig af en Indtægt paa 8 Mill. Men starter man med 3 Mill., vil hele Beskæftigelsesrækken, 100, 75, 56 osv., forløbe i et 50 pCt. højere Niveau, saa at man hurtigere naar igennem; Maalet 400 Mill. som samlet Beskæftigelse (pr. Aar) naas, naar Talrækkens Sum er 267 ( $\frac{2}{8}$  af 400), hvilket sker efter  $4\frac{1}{2}$  Maaned (3 Gange  $1\frac{1}{2}$  Maaned). Ved denne Tid har man alle i Arbejde og kan ikke naa videre; der er en ugentlig Merindtægt paa 8 Mill., hvoraf der forbruges 6 og opspares 2; men der investeres 3, saa at den samlede Efterspørgsel er 9 (6 + 3) overfor et Udbud paa 8. En kort Tid kan Lagrene klare det (skønt de allerede er reduceret); men snart bliver Spørgsmaalet, om de 6 eller de 3 giver efter, eller eventuelt begge to, f. Eks. ned til  $5\frac{1}{2}$  og  $2\frac{1}{2}$  Mill. (Begge hjælpes i øvrigt af det oprindelige Forbrug og Investering, der jo ogsaa kan give efter).

Priser og Løn m. m. vil stige, hvilket paavirker baade Forbruget og Investeringen, men desuden har Investeringen et særligt Motiv til at give efter, nemlig Renten, der specielt rammer den Del af Efterspørgselen, som skyldes Investering, medens Priserne rammer begge (Renten indgaar naturligvis ogsaa som en Fordyrelse af Varerne, men ikke anderledes for Konsumvarer end for Byggematerialer, og da disse i det væsentlige produceres ved Hjælp af samme Arter af Produktionsfaktorer, hænger deres Priser sammen). Det maa mærkes, at Varemarkedet som Helhed og Kapitalmarkedet hører nøje sammen; der kan ikke være Balance paa det ene Marked, uden at der er det paa det andet, og heller ikke Disharmoni paa det ene Marked uden paa det andet; det er to forskellige Sider af den samme Realitet. Kapitalen har overhovedet ingen Ætertilværelse, men maa eksistere i reelle Ting; derfor er det ogsaa almindelig anerkendt, at Flytning af Kapital fra Land til Land sker ved at flytte Varer; hvis man pr. Brev eller Telegram flytter et Beløb fra Berlin til London, saa er der samtidig en Bank i London, der faar et Tilgodehavende i Berlin eller betaler sin Gæld der, og der er, saalænge dette ikke har givet Anledning til Varehandel, ikke sket andet, end at Dispositionsretten har skiftet Hænder. Et andet Udtryk for det samme er, at et Lands Sparebalance og Betalingsbalance maa følges; mangler vi 100 Mill. Kr. i, at Opsparingen dækker Investeringen, saa mangler Eksport (+ Fragt osv.) netop



det samme Beløb i at dække Importen. Vi kan illustrere Sagen ved følgende Formler:

Vare-Markedet:  $\text{Forbrug} + \text{Investering} = \text{Indtægten (Produktionen)}$

$\text{Investering} = \text{Indtægten} \div \text{Forbrug}$

Kapital-Markedet:  $\text{Investering} = \text{Opsparing.}$

Vi begynder med en Ligning, der udtrykker, at der er Balance paa Varemarkedet, trækker saa Forbruget fra paa begge Sider, og ender med en Ligning, der udtrykker Balancen paa Kapitalmarkedet. Knaphed paa likvid Kapital betyder derfor Knaphed paa Varer og paa Produktionsfaktorer; der er ikke Varer nok baade til Forbruget og Investeringen. Da det imidlertid ofte er helt forskellige Personer, der raader for Opsparing og Investering, kan de forsøge at gaa hver sin Vej; saaledes vil i en Opsvingsperiode Investeringen søge at være større end Opsparingen; men betragter man en afsluttet Periode, er det altid endt med, at de var lige store (naar Varelagerenes Bevægelser medregnes). Renten har altsaa den specielle Funktion paa Varemarkedet at regulere Investeringen, d. v. s. at fordyre den Del af Efterspørgselen efter Varer og Tjenester, som resulterer i Kapitalgenstande, og det er jo ogsaa almindelig anerkendt, at Diskontoen paavirker Varepriserne; den rigtige Rente skaber Balance paa Varemarkedet, medens en gal Rente kan forskyde Balancen.

Derimod er Rentens Indflydelse paa Udbudet af Kapital meget mindre end paa Efterspørgselen, maaske 0; man sparer ikke altid mere, fordi Renten er høj, undertiden endog mindre, f. Eks. naar man vil sikre sig en vis Renteindtægt til sin Alderdom, jfr. ogsaa, at Udbudet af den anden store Faktor, Arbejdet, formindskes, naar Lønnen stiger, idet Arbejderne faar Raad til at nøjes med kortere Arbejdstid. Forbruget er altsaa lidet paavirket af Renten. Da Investeringen saaledes er paavirket af en vigtig Faktor mere end Forbruget, er der paa Forhaand noget der taler for, at den giver mest efter, naar den samlede Efterspørgsel er for stor. I samme Retning kunde det tænkes at virke, at Materialpriser og Arbejds løn i Bygge- og Anlægsfagene under Opsvinget stiger stærkere end de almindelige Varepriser; men dette viser tværtimod, at Efterspørgselen til Investering er meget uelastisk (se nedenfor om det latente Behov). Endvidere er Investeringen mere paavirket af nøgtern Beregning, om end ogsaa noget paavirket af Konjunktur-Stemninger; Forbruget er mere præget af faste Sædvaner, men samtidig stærkt afhængig af den øjeblikkelige Købeevne, medens Investeringen snarere beror paa Købelysten, den almindelige Tillid, Kreditgivningens Liberalitet.

Som Helhed er det sikkert Investeringen, der giver mest efter (og derfor ogsaa den, som det kan nytte at ville stimulere i en Depression, se senere). Men det, der her interesserer, er dog især,

om Forbruget overhovedet giver efter, ikke blot hvem der er stærkest; thi hvis der dog er nogle Tilfælde, hvor det giver efter, saa har vi jo her en Sparen, der kan betegnes som kunstig, fordi den ikke skyldes den samlede Købeevnes Vækst, men en Forskydning. At Skævheden i en Inflationsperiode er gavnlig for Profiten og derved for Opsparingen, er der ingen Tvivl om. Og selv om Renten som Helhed ikke paavirker Opsparingen ret meget, kan det være, at en midlertidig abnorm Rente eller Kurs kan lokke. Og endelig kan der være Forsyningsvanskeligheder, som tvinger en til at udsætte sit Forbrug; vel er Investeringen mere generet af Materialpriserne end Forbruget af Varepriserne (dels paa Grund af det store latente Behov for Investering, se nedenfor, og dels fordi Raastoflagrene snarere angaar Konsumvarerne end Investeringen); men der kan dog være Tilfælde, hvor specielle Luksusvarer, som der er stærk Efterspørgsel efter i gode Tider, ikke kan leveres, saa at man maa vente med at købe, enten frivilligt, fordi man haaber at kunne faa Varen væsentligt billigere senere, eller tvungent, fordi Leverandørerne kræver lange Frister eller faktisk leverer for sent; i begge Tilfælde foreligger der en midlertidig Opsparing, og den virker i Øjeblikket ganske som almindelig Opsparing.

Selv om det fremdeles maa antages, at Investeringen giver mest efter og saaledes bidrager mest til at genoprette Ligevægten, vil Forbruget altsaa ogsaa bidrage dertil; navnlig saa længe Arbejdslønnen m. m. bevæger sig trægt. Men selv om Fagforeningerne bliver stærke nok til at sikre sig en rettidig Lønstigning, og selv om Gældsbeløb og Renter bliver gjort afhængige af Prisniveauet, vil der i Forsyningsvanskelighederne være en Kilde til kunstig Opsparing. — Kampen mellem Forbruget og Investeringen kan tænkes at blive saa haard, at i Gang værende Bygearbejder maa indstilles, skønt der ikke savnes Materialer og Fagarbejdere, men de sidste derved bliver ledige; Indtægtens Indhavere har jo Magten, og hvis de vil forbruge, er det ikke muligt at skaffe Betaling til de Arbejdere, der efter deres Fag ikke kan betjene det direkte Forbrug; det maa jo saa være Diskontoen og Obligationskurserne, der faar Byggeriet til at standse. Det lyder mærkeligt, at visse Arbejders Ledighed skulde kunne bidrage til at skabe Ligevægt, og Tilfældet er heller ikke sandsynligt; men teoretisk kan det være bedre for Forbrugerne, at disse Fagarbejdere, der ikke passer til Situationen, er ledige, end at de har god Indtægt og derfor konkurrerer med de andre Forbrugere om de Varer, som der er Knaphed paa; disse Fagarbejdere producerer Kapitalgenstande, som ingen vil være Ejer af, idet de ikke vil spare. Endnu bedre for de andre Forbrugere var det, hvis de kunde skifte Fag.

Begivenhedernes Udvikling i Tilfælde af forøget (eller formindsket) Investering (eller Opsparing) er altsaa efter min Opfat-

telse, at først tager Lagrene Stødet af, saa forandres Beskæftigelsen, og dermed den latente Opsparing, og endelig indtræder der Prisforskydninger og dermed kunstig Opsparing. Jeg skal om lidt omtale, at Stadierne ikke er skarpt adskilte, men først pointere det naturlige i denne Orden; det første, der sker, naar der spares mere eller mindre, er, at Lagrene vokser eller aftager, ganske simpelt fordi Indkøbene i Butikerne ændres, og den sparede Værdi faar altsaa en materiel Eksistens — indtil Ordrene om Lagerets Fornyelse forsinkes eller fremskyndes, saa at Beskæftigelsen og Indtægten og derved Opsparingen paavirkes.

*Keynes* regner derimod med en øjeblikkelig Paavirkning paa Priserne, se bl. a. *Treatise I S. 173*; han synes ikke at have opdaget den latente Opsparing (om end nok den smuldrede Opsparing, naar den ikke tages i Brug); og hans stærke Fremhæven af Omkostningerne ved Lagring har medført, at han heller ikke regner med Lagrenes Elasticitet nedefter. *Zeuthen* regner ogsaa mere med den kunstige end med den latente Opsparing; i *Socialt Tidsskrift 1932 S. 318* skriver han: »Man kan tvivle om den Forbindelse mellem Opsparing i privatøkonomisk Betydning og Nyanlæg, som Professor Warming regner med. Der synes at være mere Anledning til at lægge Vægt paa Forbindelsen mellem Bevægelserne i Prisniveauet og Misforhold mellem Opsparing og Nyanlæg, og endvidere paa Konjunkturernes Indflydelse paa Fordelingen (andres tvungne Opsparing til Fordel for Driftsherreklassen under Opgangsperioden)«. Dette er i hvert Fald nærmere mit Standpunkt end hos Anmelderen af min Valutabog i dette Tidsskrift 1924 S. 403, hvor det betvivles, at Inflation er kapitalskabende. Og i *Kahns Kritik af mine Udtalelser i 1932* anerkender han fuldt ud, at der er to Kilder til Finansieringen, Udbyttet og Prisforskydningerne, og klager kun over, at jeg ikke nærmere uddyber, hvor meget hver af dem giver, og navnlig ikke, hvor elastisk Forbruget er (*Economic Journal 1932 S. 494—95*). Det sidste Spørgsmaal har jeg besvaret i det foregaaende, og til det første er Svaret, at den latente Opsparing er et ganske bestemt Beløb, selv om der næppe kan ventes Statistik over det, og selv om al Budgetlægning er usikker. Det er det Beløb, som kan ventes opsparet, naar alle ledige Produktionsfaktorer kommer i Arbejde, bortset fra Sæson og andre specielle Forhold. Derimod er den kunstige Opsparing et ubestemt og ret ubegrænset Beløb, endnu mere afhængig af psykiske Forhold end den øvrige Opsparing. Under Krigen fandt Folk sig i en voldsom Inflation, saa at den

for Opsparingen gunstige Skævhed spillede en stor Rolle; og de patriotiske Følelser paavirkede ikke blot den latente Opsparing (og den løbende Opsparing), men gjorde vel ogsaa Forbrugerne mere tilbøjelige til at give efter, naar Priserne steg; ogsaa Forventningen om at kunne faa det ønskede billigere ved at udsætte Forbruget, betød meget. Under normale Forhold vil Modstanden mod at sænke Levofoden være større, og man vil derfor snarere naa en absolut Grænse for, hvor meget der kan investeres.

I det hele er Opsparingen som selvstændig Faktor ikke saa afmægtig og passiv, som *Keynes* mener, naar han siger, at Tilvækst i Kapital beror paa Investeringen og ikke paa Opsparingen (I S. 173). I alt Fald i Slutningen af et Opsving er det Opsparingen, der sætter Grænsen for Investeringen, altsaa i et Par Aar af Konjunkturperiodens ca. 8 Aar, medens Investeringen under Depressionen har stor Magt til at hale Opsparingen med, og ligeledes i de lidt bedre Aar, hvor man endnu ikke har naaet fuld Beskæftigelse. Men hvis man starter med mere, end der svarer til Spareprocenten, kan man nok faa et hurtigere Forløb af Opsvinget, men ikke saa sundt; hvis man i Taleksemplet starter med 3 Mill. Kr. pr. Uge i Stedet for 2, saa naar man den fulde Beskæftigelses 8 Mill. paa knap den halve Tid, men saa viser det sig, at man ikke kan investere videre i det Tempo uden at komme ind i den kunstige Opsparing med dens Uretfærdighed, Uberegnelighed og Usundhed. Var Spareprocenten derimod 37,5 i Stedet for 25, kunde man dog starte med 3 Mill. og faa et hurtigere Forløb (om ikke just det samme som i forrige Tilfælde).

Dernæst er der de almindelige økonomiske og sociale Fordele ved rigelig Kapitalforsyning, stor Produktion, god Arbejds løn, lav Husleje m. m.<sup>1)</sup>. I Længden vil Opsparingen dernæst stimulere Investeringen ved den lave Rente eller ved liberal Kreditgiven, saa at den tilbudte Kapital virkelig udnyttes; men der kan nemt gaa en Tid, inden dette sker, en Tid, hvor man nok faar en pæn Betalingsbalance, men daarligt Arbejde. I en mismodig Tid er det saa vanskeligt at faa Plus'erne i Funktion, saa det er farligt at begynde med et Minus. — Opsparingens Betydning for den private Likviditet skal siden omtales, og ligeledes for den nationale Likvi-

<sup>1)</sup> Det er ikke rigtigt at sige, at mere Kapital betyder mere Arbejde, men det betyder bedre Arbejde, til bedre Løn, fordi man er bedre ekviperet med Maskiner o. s. v. Man kan faa alle Arbejdere beskæftiget, selv om man kun har lidt Kapital, men det bliver i en ringere Teknik. »Livgivende« er Kapitalen nok der, hvor den gives ud, men det modsatte der, hvor den opspares; man maa altsaa sikre sig, at Opsparingen gives ud, bare for at faa Balance. Det livgivende kommer derimod ved Overdisponering, se næste Kapitel.

ditet; hvis man sparer mindre end andre Lande, men alligevel ønsker den samme Teknik, eller hvis man ønsker en højere Teknik, saa bliver man afhængig af Udlandets Kredit og kan faa Valutavanskeligheder.

I Virkeligheden er jeg enig med Keynes og de fem andre engelske Nationaløkonomer, der sidste Vinter opfordrede til et stort Forbrug under Depressionen; det er sikkert, at Forbrug skaffer Arbejde, men det er ikke sikkert, at Opsparing gør det. Men jeg finder det ikke rigtigt at agitere for dette Standpunkt, uden overfor Stat og Kommune. Der kan være gode private økonomiske Motiver til at spare, saa at Individet siden vil savne det ikke-opsparede; og man kan faa Vaner, som man ikke kan aflægge, naar Samfundet under bedre Konjunkturer har Interesse i en stor Opsparing. Man kan ikke give Publikum en skiftende Instruks, til Flothed under Depressionen, til Økonomi under Højkonjunkturen; men man kan tie stille under Depressionen; det er kun under gode Konjunkturer, at jeg har opfordret til Sparsommelighed. Vil man gøre noget under Depressionen, maa der være noget positivt; man kan forklare, at Sparen for Tiden kun er nyttig, hvis man sikrer sig, at de sparede Beløb giver Anledning til Investering. Og man kan være mindre bange for Risiko, naar der dog ogsaa efter fornuftig Overvejelse er en Chance, idet man saa stimulerer Beskæftigelsen ganske som ved Forbruget, og alligevel har en Chance for at skabe noget af varig Værdi og aflaste det fremtidige Kapitalmarked; det kan saaledes være nyttigt at støtte Emission af Aktier. Jfr. ogsaa mine Bemærkninger foran S. 89—90 om, hvorvidt noget kan betale sig. — Derimod kan man rolig give Stat og Kommune forskellig Instruks efter Konjunkturerne, jfr. foran om Sverige.

Hidtil har jeg regnet med et klart Skel mellem den Periode, hvor den latente Opsparing udfolder sig og efterhaanden løber Linen ud, og saa den Periode, hvor den afløses af den kunstige Opsparing. Imidlertid viser Erfaringen, at der indtræder Prisstigning meget tidligt i Opsvinget og altsaa allerede lidt af de Avancer, der giver kunstig Opsparing; Forholdet kan derfor udtrykkes saadan, at i Begyndelsen er det mest Beskæftigelsen, der stiger, men dog ogsaa Priserne, siden efterhaanden omvendt; naar det er næsten umuligt at forøge Produktionen, maa Ligevægten opnaas paa den Maade, at Forbruget presses af Priserne. Dette vil tilfredsstille de Nationaløkonomer, der er tilbøjelige til at betragte ethvert økonomisk Fænomen som et Prisfænomen; for disse vil en Periode med stigende Beskæftigelse, men uden Prisstigning, staa som usandsynlig. Imidlertid er det vistnok kun, naar man gaar over fra een Ligevægtstilstand til en anden Ligevægtstilstand, at man bør forudsætte en Prisbevægelse som Udløser; fra en psykisk bestemt Uligevægtstilstand med stor Arbejdsløshed kan nye psykiske Forhold godt skabe Forandring, uden at der

straks sker noget med Priserne. Derfor er det omtalte klare Skel i Virkeligheden lettest at forstaa, thi saalænge der er ledige Faktorer nok, kan en voksende Efterspørgsel let tilfredsstilles, og desuden tager Lagrene længe Stødet af, saa at der er Gnidningsmodstand mod Prisstigningen. Problemet bliver saaledes netop at forklare, hvorfor der straks kommer lidt Prisstigen, skønt der er ledige Faktorer nok og lav Rente m. m.

Det kan da først nævnes, at Prisstigningen kan have Karakter af at vende tilbage til det normale, idet mange under en Depression er saa syge efter at faa Afsætning og Arbejde, at de gør Underbud under, hvad de selv regner passende; men saasnart de dog har lidt at bestille, kalkulerer de den rigtige Pris og overholder de vedtagne Tarifer og Priskuranter. Andre Firmaer har hele Tiden været ret godt beskæftigede og kan ikke paatage sig mere, uden at det bliver lidt dyrere at producere, saa at de forlanger en forhøjet Pris; Produktionsanlægget er ofte ikke helt harmonisk sammensat; man kan ikke lige let udvide paa alle Stadier, men paa nogle Omraader strammer det til, saa at man maa have Overarbejde eller andre Former for »aftagende Udbytte«, ikke mindst hvis der er smaa Lagre af et af Raastofferne, eller hvis man maa forsyne sig længere borte fra. Endvidere er der nogle Fag, hvor Kapaciteten langt hurtigere indhentes af Efterspørgselen end i andre Fag, eller hvor det tager længere Tid at udvide Produktionen. Allerede en nogenlunde fyldt Ordrebog vil stimulere ens Priskrav, selv om Travlheden endnu ikke er naaet ud til de egentlige Arbejdere. Selve Erindringen om, at vaagnende Beskæftigelse tidligere endte med Prisstigning, fremskynder denne og med Rette, da det er bedst i Tide at kunne indrette sig efter de endelige Priser (og ikke mindst den endelige Rente, se nedenfor). — Der er saaledes en Række Forklaringer til, at Prisstigningen indtræder ret tidligt og dermed den kunstige Opsparing (eller en Udvikling bort fra det kunstige Forbrug, som de »syge« Priser begunstiger). Alligevel antager jeg, at den latente Opsparing rent talmæssigt betyder meget mere end den kunstige, hvis der ikke er Tale om en særlig stærk og langvarig Inflation som under Krigen; den latente Opsparing er afgjort den største i de første Aar, og den bevarer sin absolute Styrke, selv om den kunstige Opsparing senere skulde indhente den.

Ikke mindst for Renten er det heldigt, hvis den uundgaaelige Stigning indtræder tidligt, thi det kan volde store Tab at indrette sig paa en lavere Rente og bedre Obligationskurser, end der gælder, naar et Byggeri er afsluttet. Ogsaa her kan man saa spørge, hvorfor der overhovedet kommer Stigning, saalænge der er store latente Kapitaler at kalde frem, foruden Lagerreserverne. Erindringen om tidligere Stigninger betyder sikkert en Del, og ligesom Ordrene sætter Priserne op, inden Produktion og Forbrug er i Gang, vil Bankerne tage Hensyn til bevilgede Krediter, selv om de endnu ikke virker. Dernæst vil Opsparingen ofte foregaa et andet Sted end der, hvor Investeringen foregaa, jfr. Bemærkningen ovenfor om Forsyning længere borte fra; dette kræver en højere Brutto-Rente til Dækning af Bankernes Ulejlighed og Risiko ved at være Mellemmænd.

Mod Slutningen af et Opsving vil den kunstige Opsparing antagelig atter aftage, idet den Skævhed, der er dens vigtigste Basis, udjævnes; Arbejdslønnen vil fortsætte sin Stigning en Tid, efter at Varepriserne

er gaaet i Staa, idet den nu indhenter det forsømte; der vil derfor komme mindre Avance i de mest sparende Kredse og større Forbrug i Arbejderkredse, og vel i det hele et større Luksusforbrug, naar man føler sig mere tryk for de gode Tidens Vedvaren samt ved Smitte og Efterligning. Kapitalknapheden kan altsaa vedblive at tage til og Renten at stige, selv om Priserne er ophørt at stige; noget bremses dette dog af, at Spekulation med at lægge Varer paa Lager ophører, ja maaske endog erstattes med Realisation af Lagre.

Hvis det skarpe Skel mellem de to Perioder med latent og kunstig Opsparing eksisterede, kunde man være fristet til at hævde, at kunstig Opsparing udelukkende kunde skyldes, at man havde startet for højt (3 for 2 Mill. Kr.), men at hvis man startede rigtigt (ogsaa under Hensyn til Driftskapital og Erstatning af Lagerforbrug), vilde der komme Balance, naar alle Produktionsfaktorer var optagne; der skulde altsaa ingen Basis være for Stigning af Pris og Rente eller for kunstig Opsparing. Men herved overses det latente Behov for Kapital, som findes, naar man gennem nogle Depressionsaar har forsømt en Del af den naturlige Investering, fordi man i det indskrumpede Samfund ikke mærkede, at mange Fabriker m. m. vilde være for smaa, naar Købeevnen var paa Maksimum, se dette Tidsskrifts Tillægshæfte S. 196—99. I et jævnt fremadskridende Samfund maa det antages, at den naturlige Opsparing kan dække den naturlige Investering, men heller ikke mere; der er intet til overs til at indhente det forsømte med; dertil kræves en kunstig Opsparing, og efterhaanden som Købeevnen og Optimismen vaagner, vil der derfor indtræde en saadan Knaphed paa Varer og Kapital, at Priser og Rente stiger og lægger et Tryk paa Forbrug og Investering.

Som omtalt i den citerede Afhandling er det samlede Kapitalbehov ca. 4 Gange et Aars Indtægt, saa at det er ganske uoverkommeligt i kort Tid at skabe det Apparat, der behøves til Produktionen og Forbruget af en større Indtægt; men »heldigvis« betyder Depressionen ikke blot ledige Arbejdere, men ogsaa ledige Maskiner, saa meget er paa Forhaand rede. Dog er det ikke nok, dels fordi Folketilvæksten og Oprykningen til den produktive Alder gaar sin Gang, selv om Investeringen er reduceret, og dels fordi man i Depressionsaarene ikke har haft Landkending med Behovet, ikke har vidst, hvilken Slags Fabriker, Trafikmidler, Hoteller m. m. den nyeste Udvikling af Velstand og Smag kræver, og derfor paa mange Punkter er underforsynet, selv om man efter forrige Opsparingsperiodes Ovedrivelse er overforsynet paa andre Punkter. Selv den mest overlegne Visdom hos Bank-

cheferne kan ikke faa det til at forløbe glat, naar der er et saadant stort latent Behov for Investering. — I Tallet 4 Gange Indtægten er medregnet Driftskapitalens  $\frac{1}{2}$  Gang Indtægten (efter Keynes), og her er det latente Behov ontagelig forholdsvis stort; vel behøver Driftskapitalen ikke at stige proportionalt med Omsætningen, men medens man ikke river de faste Anlæg ned under Depressionen, lader man gerne Lagrene synke.

Depressionens Forsømmelser skaber altsaa en Disharmoni, som det tager flere Aar at afhjælpe, selv om den kunstige Opsparing kommer i Funktion; men naturligvis kommer der en Tid, hvor den derfra stammende Paavirkning af Priser og Renter er overstaaet. (Om den Rentefod, der kan ventes i et kriseløst Samfund henvises til min Artikel i Tillægshæftet S. 205). Bedst er det naturligvis at forebygge det latente Behov ved at investere saa meget som muligt under Depressionen; men forsigtige Naturer finder det ofte ganske uforvarligt at starte noget, før der er et aktuelt Behov, ligesom de ikke forstaar, hvor meget den latente Opsparing paa en smertefri Maade kan dække af det latente Behov. Ogsaa Nationaløkonomer kan komme med ganske kortsynede Udtalelser om, at man snarere skal tilstræbe Udnyttelse af de eksisterende Anlæg end Bygning af nye — skønt det kun er, naar Byggefagene er beskæftigede, at man efterspørger de eksisterende Anlægs Produktion; den bedste Vej ud af Erhvervslivets Ujævnhed er netop at holde Investeringen oppe i de daarlige Aar.

I Begyndelsen af Opsvinget hindrer Arbejdslønnens Træghed Arbejderne i at følge med, medens de som nævnt i Slutningen indhenter Priserne. I Mellemtiden har der været et Stadium, hvor Rentens Træghed maa antages at have hjulpet Arbejderne til en bedre Løn, end den, der giver Ligevægt; det latente Behov for Kapital er sikkert saa stort, at der burde være en meget højere Rente, men man hjælper sig med andre Former for Kreditindskrænkning. Hvis Renten uden Gnidningsmodstand gik op til den fulde Højde og gennemsyrede hele Investeringen, ogsaa den gamle (Huslejen), vilde det kræve saa store Beløb, at der muligvis trods den gode Beskæftigelse blev mindre til overs til Arbejderne, og de har da Fordel af, at de andre Former for Kreditindskrænkning medfører, at »Grænsen« ikke kommer til at »beherske det hele«, som man rent teoretisk maatte kræve. Naar jeg, bl. a. foran S. 103, hævder, at Arbejdets Værdi under Depressionen er næsten ligesaa høj som ellers, idet Tabet af de juridiske Stordriftfordele ikke kommer Arbejderne ved, men kun de tekniske Stordriftfordele (f. Eks. at 1 Fyrbøder til 70 Mand er  $1\frac{1}{2}$  pCt. af Lønnen, men til 100 Mand kun 1 pCt.) — da er det jo, fordi jeg gaar ud fra, at der er ligesaa mange ledige Maskiner som ledige Arbejdere, saa at de kan kombineres til harmoniske Sæt med uforandret indbyrdes Fordeling af Udbyttet. Men naar det latente Behov for Kapital vaagner, saa er der større Knap- h e d for Kapital end for Arbejdere, saa at Lønnen egentlig skulde ned (pr. Dag; for Arbejderklassen som Helhed kan den gode Beskæftigelse altsaa bøde derpaa). Men denne ejendommelige Konsekvens af Højkonjunkturen værner Rentens Træghed altsaa Arbejderne imod.