

# RENTESÆNKNING OG VALUTAKURS

## TO DISCUSSIONSINDLÆG

### I

**I** Lektor Iversens Artikel: Rentesænkning og Valutakurs i Nationaløkonomisk Tidsskrift S. 306 ff. er der for mig en Række dunkle Punkter, som jeg gerne vil søge opklaret.

Indledningsvis skal jeg nævne den Betragtning, Forf. fremsætter, at den stedfundne Valutadepreciering i alt væsentligt har været dikteret af Hensyn til Landbruget. Det er vel rigtigt, at det hele har været lagt saaledes til Rette, at dette blev den almindelige Opfattelse, men jeg vil gerne spørge: Hvorledes vilde det være gaaet den øvrige Del af det økonomiske Liv, ikke blot hvis man i 1931 havde fastholdt Kronens gamle Guldparitet (hvis dette overhovedet havde været muligt), men ogsaa, hvis man havde undladt den yderligere Depreciering i Januar 1933? Er der nogen, som tør hævde, at den Opgang i Beskæftigelsen, den Opretholdelse af bestaaende Gældskontrakter i det store og hele, som har fundet Sted, havde været muligt, hvis man ikke havde deprecieret Kronen? Jeg vil i hvert Fald paastaa, at denne Valutadepreciering har været til Gavn for alle betydende Samfundsklasser, og at det maaske er tvivlsomt, om Landbruget har høstet mere Fordel deraf end andre.

Dette Spørgsmaal er imidlertid mindre vigtigt og skal derfor ikke nærmere uddybes.

Derimod vil jeg gerne diskutere Lektor Iversens Betragtninger S. 307 sidste Stk. Det hedder her, at saa længe Kronesænkningen kun var et Forsøg paa at afbøde et yderligere Prisfald paa vore Eksportvarer, var der ikke forgrebet noget »m. H. t. den fremtidige, definitive Fortsættelse af Kroneværdien og det var derfor misvisende, naar der dengang i den politiske Agitation taltes om »Kronenedskæring«. Hvis man derimod under stabile eller stigende Priser paa Verdensmarkedet vedbliver at fastholde de nuværende Kurser paa fremmed Valuta eller endog hæver dem yder-

# RENTESÆNKNING OG VALUTAKURS

## TO DISCUSSIONSINDLÆG

### I

I Lektor Iversens Artikel: Rentesænkning og Valutakurs i Nationaløkonomisk Tidsskrift S. 306 ff. er der for mig en Række dunkle Punkter, som jeg gerne vil søge opklaret.

Indledningsvis skal jeg nævne den Betragtning, Forf. fremsætter, at den stedfundne Valutadepreciering i alt væsentligt har været dikteret af Hensyn til Landbruget. Det er vel rigtigt, at det hele har været lagt saaledes til Rette, at dette blev den almindelige Opfattelse, men jeg vil gerne spørge: Hvorledes vilde det være gaaet den øvrige Del af det økonomiske Liv, ikke blot hvis man i 1931 havde fastholdt Kronens gamle Guldparitet (hvis dette overhovedet havde været muligt), men ogsaa, hvis man havde undladt den yderligere Depreciering i Januar 1933? Er der nogen, som tør hævde, at den Opgang i Beskæftigelsen, den Opretholdelse af bestaaende Gældskontrakter i det store og hele, som har fundet Sted, havde været muligt, hvis man ikke havde deprecieret Kronen? Jeg vil i hvert Fald paastaa, at denne Valutadepreciering har været til Gavn for alle betydende Samfundsklasser, og at det maaske er tvivlsomt, om Landbruget har høstet mere Fordel deraf end andre.

Dette Spørgsmaal er imidlertid mindre vigtigt og skal derfor ikke nærmere uddybes.

Derimod vil jeg gerne diskutere Lektor Iversens Betragtninger S. 307 sidste Stk. Det hedder her, at saa længe Kronesænkningen kun var et Forsøg paa at afbøde et yderligere Prislefald paa vore Eksportvarer, var der ikke forgrebet noget »m. H. t. den fremtidige, definitive Fortsættelse af Kroneværdien og det var derfor misvisende, naar der dengang i den politiske Agitation taltes om »Kronenedskæring«. Hvis man derimod under stabile eller stigende Priser paa Verdensmarkedet vedbliver at fastholde de nuværende Kurser paa fremmed Valuta eller endog hæver dem yder-

ligere, vil Kronenedskæringen en skønne Dag vise sig at være en fuldbyrdet Kendsgerning.«

Altsaa, Lektor Iversen tager ikke, saaledes som det ofte gøres, de udenlandske Vekselkurser som Maalestok for Kronenedskæringen, men derimod Priserne paa Verdensmarkedet; hvis disse holder sig stabile eller stiger, uden at man sætter de udenlandske Kurser ned, vil Kronenedskæringen vise sig at være en fuldbyrdet Kendsgerning. Hvis Priserne (hvilke? Efter det foregaaende formentlig Eksportvarernes Priser?) skulde stige over det Niveau, de havde, da de var lavest (eller hvor skal man tage Udgangspunktet?), saa foreligger der Kronenedskæring.

Jeg kunde forstaa Tanken (selvom jeg ikke kan akceptere den), hvis han havde sagt: Naar Priserne (Spørgsmaalet er dog stadig, hvilke Priser) overstiger det Niveau, de havde f. Eks. før Krone-Deprecieringen i 1929 eller maaske Gennemsnit for de sidste 3 Aar før Deprecieringen, saa begynder Kronenedskæringen. Det vilde nemlig være den kendte og for kort Tid siden ganske fremherskende Betragtning, at »Pengenes Værdi« maales med »Prisniveauet«, men at netop de nu gældende Priser (eller Priserne i 1932, da det laveste Niveau naaedes) skulde være i Besiddelse af Egenskaber, som gør dem egnet til Udgangspunkt med Hensyn til, om der foreligger Kronenedskæring eller ej; det forstaaer jeg ikke.

Men det næstfølgende Stykke i Lektor Iversens Artikel (S. 308 1ste Stk.) forstaaer jeg heller ikke. En passant skal lige bemærkes, at Forf. her gaar ud fra, at Konsekvensen af den hidtil førte Politik maa være, at de udenlandske Kurser sænkes efterhaanden som Eksporterhvervets (Landbrugets?) Rentabilitet forbedres. Det kan jeg ikke indse. Hvis Forf. har Ret i, at Valutadeprecieringens Formaal var at hindre Faldet i Landbrugets Priser, kan Konsekvensen dog vel højst være, at de udenlandske Kurser sænkes, naar »Eksporterhvervet« har naaet, hvad man anser for passende »Rentabilitet«. I Driftsaaret 1931—32 var Landbrugets Rentabilitet  $\div 0,5$  pCt., i det følgende Aar var den  $+ 2,9$  pCt. Vilde det have været en Konsekvens af den hidtil førte Politik, om man havde sænket de udenlandske Kurser, saaledes at Rentabiliteten var forblevet  $\div 0,5$ ? Ja, det stemmer jo egentlig godt med den ovenfor omtalte Betragtning, at den egentlige Kronenedskæring tager sin Begyndelse, naar Priserne hører op med at falde.

Af større Interesse er imidlertid de følgende Betragtninger. Lektor Iversen rejser nemlig her Spørgsmaalet »om fortsat Rente-

sænkning er forenelig med en saadan Valutapolitik?« »Rent principielt«, hedder det senere, »er det selvfølgelig ikke en Sænkning, men tværtimod en Stramning af Renten, der frembyder sig som det naturlige, naar det gælder at forbedre en Valutas internationale Værdi«.

Rigtigheden af denne »Selvfølgelighed« benægter jeg. Hvis f. Eks. de danske Eksportvarers Priser steg, saaledes at Eksportværdien var mere end tilstrækkelig til Dækning af det Eksportkrav, som findes under det gældende bl. a. af Renteniveauet bestemte Indkomstniveau, saa vilde der ikke være noget hverken naturligt eller nødvendigt i at stramme Renten samtidig med, at man sænkede de udenlandske Kurser.

Men selvom man fulgte den Fremgangsmaade at sænke de udenlandske Kurser, forinden Eksportværdien var blevet tilstrækkelig stor til at dække Importkravet under det Indtægtsniveau, man ønsker at opretholde, vilde en Rentestramning hverken være naturlig eller nødvendig. En saadan Tilstand maa jo nemlig betyde Tvangsregulering af Importen, og det ses da ikke, hvilken Forbindelse der er mellem Valutakurser og Renteniveau. Det forekommer mig, at Forf. her ræsonerer, som om ingen Importregulering eksisterede, og under den Forudsætning, at man gennem Variationer i Rentefoden og dens Indflydelse paa Kapitalbevægelserne og senere paa Produktionen og Pengeindkomsten i Samfundet skulde regulere Vekselkurserne. Men noget saadant har jo intet som helst at gøre med den Politik, der har været ført her i Landet eller dens Konsekvenser.

I det følgende kommer Forf. ind paa Spørgsmaalet om, hvorledes det vil gaa, hvis man ikke, som han fejlagtigt mener, man hidtil har gjort, ved sin Politik hovedsagelig tager Sigte paa en Stabilisering af Eksportpriserne, men derimod lader Arbejdsløshedens Formindskelse være Hovedformalet.

Han siger her, at naar man har drevet Beskæftigelsen op til et vist Punkt, er der Mulighed, ja Sandsynlighed for, at de mere tungt bevægelige indenlandsk bestemte Priser, herunder Arbejdslønnen, vil begynde at stige. Dette kan være rigtig nok, men der er dog sikkert Mulighed for, at dette kan hindres forsaavidt angaar Løn og Profit. Men dernæst siger han, og her maa jeg citere in extenso:

»Vil man modvirke en saadan Stigning i Hjemmemarkedsvarenes Priser og Omkostninger gennem en Nedpresning af de internationale Varers Priser, maa Vejen aabenbart gaa over en Sænkning af de frem-

mede Vekselkurser. En Kronestigningspolitik kan m. a. O. fremstaa som naturlig ikke blot i Tilfælde af en udefra kommende Prisstigning (eller i Tilfælde af en stærkere Ekspansion ude i Verden end hjemme), men ogsaa under stabile Priser paa Verdensmarkedet som Modvægt mod den hjemlige Ekspansionspolitik's Tendens til at forringe Kronens indre Købeevne.«

Dette Citat kan jeg ikke forstaa. Lad os først gøre os klart, at det Formaal, som under alle Omstændigheder skal fyldestgøres, er Arbejdsløshedens Formindskelse (jfr. S. 308 Stk. 2). Men naar dette er Tilfældet, hvorledes kan man da, som det hedder ovenfor, modvirke Stigningen i Hjemmemarkedsvarenes Priser gennem en Nedpresning af de internationale Varers Priser, der ganske rigtigt kan ske gennem en Sænkning af de udenlandske Kurser? Jeg forstaaer særdeles vel, at man kan sænke disse Kurser, saaledes at Erhvervslivets Aktivitet formindskes, men dette er uforeneligt med Forudsætningen om Arbejdsløshedens Formindskelse, og dernæst vil en saadan Sænkning af Vekselkurserne ikke med Nødvendighed og under alle Omstændigheder kun efter en økonomisk Krise og lang Tids Forløb føre til en Nedgang i de indenlandsk bestemte (»Hjemmemarkedsvarene«) Priser, og er Arbejdslønnen steget, bestaar denne Stigning uanset Vekselkurserne.

Af sidste Punktum i det citerede Stykke synes det imidlertid at fremgaa, at Forf., naar han i første Punktum taler om at »modvirke« en Stigning i Hjemmemarkedsvarenes Priser og Omkostninger, mener »afbalancere«, thi det hedder der, at en Kronestigningspolitik selv under stabile Priser i Udlandet kan være naturlig for at modvirke den hjemlige Ekspansionspolitik's Tendens til at forringe Kronens indre Købeevne.

Det vil altsaa sige, at det, Forf. her er inde paa, er den gamle Tanke, om det uforandrede Gennemsnit af alle Priser. Han begynder det omhandlede Stykke med Ordene: »Vil man . . .«. Men er der noget Menneske uden for stuelærde Teoretikers Kreds (og selv blandt disse er Tanken forældet), der kunde finde paa at ville søge fremkaldt saadan et uforandret Prisgennemsnit ved gennem Nedsættelse af Vekselkurserne og det deraf følgende Fald i de internationalt bestemte Priser at afbalancere en Stigning i de nationalt bestemte Priser; var det dog ikke for Smed at rette Bager, idet man derved vilde forøge den Ulempe, som allerede de stegne indenlandske Priser var for Eksporterhvervene? Dertil kommer, som allerede nævnt, at en saadan Fremgangsmaade vilde være i Strid med det opstillede Formaal, idet

den nødvendigvis maatte føre til en Formindskelse, ikke en Forøgelse af Beskæftigelsen.

I Stk. 2 S. 308 opstiller Forf. som to Alternativer, naar Formaalet er Arbejdsløshedens Formindskelse: 1) at opretholde »Kronens indre Købeevne«, 2) at søge Beskæftigelsesspørgsmaalet løst uden Hensyn til, hvorledes det gaar med »Prisniveau og Omkostningsniveau«.

Nu er det meget uklart, hvad der menes med Kronens indre Købeevne, men hvis der menes f. Eks. Leveomkostningerne, saa kan det under visse Omstændigheder være en Umulighed og kan derfor ikke være noget Alternativ. Det kan være en Umulighed, selv om Arbejdslønnen er uforandret, idet Udbetalingen af Arbejdsløn til et større Antal Arbejdere kan betyde Prisstigning paa Konsumvarer.

Det under (2) opstillede Alternativ er uklart formuleret, idet »Prisniveau« og Omkostningsniveau ikke er sammenhørende Begreber; man kan søge Beskæftigelsesspørgsmaalet løst uden Hensyn til, hvorledes det gaar med Varepriserne, og dog tage Hensyn til Omkostningsniveauet. Det er Stigningen i det sidste, der efter min Opfattelse alene kan føre ud paa »Inflationens Glidebane«, for at bruge en Metaphor, men det er ingen fysisk Umulighed at hindre en saadan Udvikling, selv om man forfølger Formaalet Arbejdsløshedens Formindskelse.

I det næstfølgende Stykke (S. 309) taler Lektor Iversen derefter om det Dilemma, der opstaar, naar et enkelt Land driver isoleret Kreditudvidelse; dette vil, siger han, tendere mod at paavirke Landets Handelsbalance i passiv Retning og dermed mod at sænke dets Valutas internationale Værdi. Atter her ræsonerer Forf., som om der ikke eksisterede nogen Importregulering. Naar der findes en saadan, paavirkes Handelsbalancen ikke med Nødvendighed af Kreditpolitikken. Den kan tvinge til en skrappere Nedskæring af Importkravene, ja eventuelt føre til en Begrænsning ogsaa af Efterspørgselen efter udenlandske Raavarer, saaledes som det er sket i Tyskland, og dette kan volde en Række økonomiske Vanskeligheder, eventuelt for en Tid hindre en Fortsættelse af Kreditudvidelsen, men Resultatet vilde jo ikke blive væsentlig anderledes, hvis man af Frygt for, at dette skulde indtræde, undlod Kreditudvidelsen.

De Alternativer, Lektor Iversen opstiller S. 310, skal jeg ikke komme nærmere ind paa. Det er i Virkeligheden først her, at Forf. kommer Virkeligheden ind paa Livet og har Øje for, at

den danske Krone er en tvangsreguleret Vauta, og at der derfor ikke er nogen nødvendig Forbindelse mellem Rentefod, Kreditudvidelse og Valutakurs. I næstsidste Stykke synes han imidlertid at faa Tilbagefald, idet han erklærer det for selvmodsigende at optage Laan i Udlandet til en højere Rente end den, der er herskende i Indlandet. Lad os sige, at der paa Grund af Frygt for yderligere Valutadepreciering skulde være en Tilbøjelighed til at lade Tilgodehavender staa i Udlandet, og at Staten eller Nationalbanken da optog et tilsvarende Laan i Udlandet til en højere Rente end den her gældende. Vilde der være noget selvmodsigende heri? Hvorfor skulde man dog hæve hele Renteniveauet herhjemme af den Grund? Jeg kan ikke se det.

Jeg kan heller ikke se, at de to Betingelser, Forf. opstiller i samme Stykke, er Alternativer. At man i Øjeblikket gør det danske Marked til et lukket Marked og baserer vor Rentesænkning- og Ekspansionspolitik paa den Forudsætning, at Landet er selvforsynende med Kapital, udelukker ikke, at man senere kan slutte sig til et internationalt System; det kræver blot, at vi til den Tid tilpasser vore Vekselkurser saaledes, at dette er muligt. Iøvrigt betyder Optagelse af udenlandsk Laan til Afbalancering af »Kapitalflugt« ikke nogen Brist i vor Selvforsyning med Kapital.

Hvis jeg nu til sidst prøver at samle, hvad det egentlig er, Lektor Iversen vil fortælle os i sin Artikel, saa bliver Opgaven vanskelig; mit Indtryk er imidlertid, at det han først og fremmest vil fortælle os er, at ved Overvejelserne af Rentesænkningens Mulighed og Hensigtsmæssighed maa man først gøre sig klart, hvilke Vekselkurser man agter at holde i Fremtiden. Jeg kan ikke give ham Ret heri; tvangsregulerede Vekselkurser kan oprettholdes uden Hensyn til Rentepolitiken og frie Vekselkurser beror ikke paa Rentepolitiken, men paa Omkostningsniveauet, hvilket kun meget langsomt paavirkes af Rentepolitiken. Det, der gør det saa vanskeligt at fatte Meningen med Artiklen er, at den indeholder en hel Række uforligelige Tankegange. Dels Betragtninger hentet fra de faktisk eksisterende Forhold, hvor Udenrigshandelen og Valutakurserne tvangsreguleres af Staten, dels Betragtninger fra gammel Bank- og Pengeteori, der, hvad man iøvrigt vil mene om den, i hvert Fald ikke har nogen Gyldighed under de nuværende Forhold og med Hensyn til de Omraader, Forf. har behandlet i den omtalte Artikel.

*Jørgen Pedersen.*