

KREDITUDVIDELSE OG VALUTARESERVE

Af IVAR JANTZEN

DET Spørgsmaal, der i det følgende skal undersøges, drejer sig om Seddelbankens Muligheder for gennem Krediteks- pansion — i Form af »open market operations« eller paa anden Maade — at iværksætte en Produktionsudvidelse. Hvad det her i første Række gælder om at klarlægge, er den nærmere Forbin- delse, der er mellem en Udvidelse af Købekraften og Landets Valutareserve. Den Paastand, der skal søges bevist, lyder saa- ledes:

Enhver effektiv Forøgelse af et Lands Købekraft vil foraar- sage, at der gaar Værdier til Udlandet af nøjagtig samme Stør- relse som Købekraftsudvidelsen, enten Form af hjemlige Varer eller i Form af fremmede Penge. Disse sidste maa tages af Lan- dets Valutareserve. Hvis alt andet er lige, vil Kredit- udvidelsen resultere i en numerisk lige saa stor Reduktion af Valutareseven.

Ved Beviset for den sidste Paastand anvender jeg samme No- menklatur som i min Artikel i dette Tidsskrifts Aargang 1933, Side 171—181 (»Nogle Betragtninger over Planøkonomiens Forud- sætninger«)¹⁾: N = Nettoproduktion = hjemligt Forbrug = F; E = Eksport; I = Import. Antages e pCt. af Eksporten og f pCt. af det hjemlige Forbrug at være Import, har man altsaa

$$I = \frac{e}{100} E + \frac{f}{100} F. \text{ — Beviset lyder saaledes:}$$

Lad Seddelbanken forøge sine Udlaan med 100 Mill. Kr. i den Hensigt gennem denne Kreditudvidelse at skabe øget Aktivitet i Produktionen. Vi kan tænke os, at Laanet bevilges til et nær- mere bestemt Arbejde, f. Ex. en Bro, hvor man ved, at Import- kvoten, den Del af Pengene, der gaar til Indkøb af Jern og andre Raamaterialer i Udlandet, andrager h pCt. I saa Fald vil h pCt.

¹⁾ Jfr. ogsaa min Artikel »Lidt planøkonomisk Teori« i Nordisk Tids- skrift for teknisk Økonomi Dec. 1935.

KREDITUDVIDELSE OG VALUTARESERVE

AF IVAR JANTZEN

DET Spørgsmaal, der i det følgende skal undersøges, drejer sig om Seddelbankens Muligheder for gennem Krediteks- pansion — i Form af »open market operations« eller paa anden Maade — at iværksætte en Produktionsudvidelse. Hvad det her i første Række gælder om at klarlægge, er den nærmere Forbin- delse, der er mellem en Udvidelse af Købekraften og Landets Valutareserve. Den Paastand, der skal søges bevist, lyder saa- ledes:

Enhver effektiv Forøgelse af et Lands Købekraft vil foraar- sage, at der gaar Værdier til Udlandet af nøjagtig samme Stør- relse som Købekraftsudvidelsen, enten Form af hjemlige Varer eller i Form af fremmede Penge. Disse sidste maa tages af Lan- dets Valutareserve. Hvis alt andet er lige, vil Kredit- udvidelsen resultere i en numerisk lige saa stor Reduktion af Valutareseven.

Ved Beviset for den sidste Paastand anvender jeg samme No- menklatur som i min Artikel i dette Tidsskrifts Aargang 1933, Side 171—181 (»Nogle Betragtninger over Planøkonomiens Forud- sætninger«)¹⁾: N = Nettoproduktion = hjemligt Forbrug = F; E = Eksport; I = Import. Antages e pCt. af Eksporten og f pCt. af det hjemlige Forbrug at være Import, har man altsaa

$$I = \frac{e}{100} E + \frac{f}{100} F. \text{ — Beviset lyder saaledes:}$$

Lad Seddelbanken forøge sine Udlaan med 100 Mill. Kr. i den Hensigt gennem denne Kreditudvidelse at skabe øget Aktivitet i Produktionen. Vi kan tænke os, at Laanet bevilges til et nær- mere bestemt Arbejde, f. Ex. en Bro, hvor man ved, at Import- kvoten, den Del af Pengene, der gaar til Indkøb af Jern og andre Raamaterialer i Udlandet, andrager h pCt. I saa Fald vil h pCt.

¹⁾ Jfr. ogsaa min Artikel »Lidt planøkonomisk Teori« i Nordisk Tids- skrift for teknisk Økonomi Dec. 1935.

af de 100 Mill. Kr. straks vende tilbage til Centralbanken og efterspørge udenlandsk Valuta, medens Resten af Laanebeløbet $(100 - h)$ udgives til indenlandske Varer og Tjenester og foreløbig forbliver i Cirkulationen. I anden Omgang vil imidlertid ogsaa en Del af dette Beløb blive brugt til Køb af udenlandske Varer og derigennem vende tilbage til Seddelbanken som Betaling for udenlandsk Valuta. Ifølge Forudsætningen udgør dette Beløb f pCt. af de cirkulerende $100 - h$ Mill. Kr. Nu drejer det sig nemlig ikke længere om den specifikke Importkvote h , der gjaldt for Broarbejdet, men om den almindelige gennemsnitlige Importkvote f , der gælder, naar det paagældende Lands Befolkning faar øget Indkomst og dermed øget Forbrugsmulighed. Resten af det cirkulerende Beløb $(100 - h) \left(1 - \frac{f}{100}\right)$ vil endnu engang blive brugt til indenlandske Goder, men i tredje Omgang vil ogsaa en Del heraf vende sig mod de udenlandske Varer og saaledes tære paa Valutareserven. Og saaledes fortsætter Bølgen at rulle i det uendelige.

Skematisk kan de successive Omsætninger, hvorigennem Laanets 100 Mill. Kr. fordeler sig mellem Udland og Indland, opstilles paa følgende Maade:

Til Udlandet	Til Indlandet
1. h	$100 - h$
2. $(100 - h) \frac{f}{100}$	$(100 - h) \left(1 - \frac{f}{100}\right)$
3. $(100 - h) \left(1 - \frac{f}{100}\right) \frac{f}{100}$	$(100 - h) \left(1 - \frac{f}{100}\right)^2$
4. $(100 - h) \left(1 - \frac{f}{100}\right)^2 \frac{f}{100}$	$(100 - h) \left(1 - \frac{f}{100}\right)^3$
- - - - -	- - - - -
- - - - -	- - - - -
Ialt: $h + \frac{(100 - h) \frac{f}{100}}{1 - 1 + \frac{f}{100}} = 100$	$\frac{100 - h}{\frac{f}{100}}$

Naar man forfølger den Bølge af Merbeskæftigelse og Merindkomst, hvortil Kreditudvidelsen indirekte giver Anledning, vil man altsaa opdage, at Landets Valutareserve til sidst er reduceret med nøjagtig samme Beløb, som den oprindelige Kreditexpansion androg. Det vil aabenbart sige, at under de opstillede Forudsætninger er det umuligt at stimulere Produk-

tionen, uden at det i nøjagtig tilsvarende Grad gaar ud over Valutakassen. Og det betyder jo atter, at man ligesaa godt kunde tage det paagældende Beløb af Valutareserven og anvende det til Køb af udenlandske Raastoffer og saa ved Hjælp heraf udvide den indenlandske Produktion. Tænker man sig, at Centralbankens Kreditudvidelse altid sker i Form af Seddeludstedelse, kan man udtrykke den lige beviste Paastand paa den simple Maade, at Summen af Seddelmængde og Valutareserve maa forblive uforandret. Eller man kan formulere Sammenhængen saaledes, at det under de gjorte Forudsætninger bliver »Vandstanden« i Valutakassen, der maa tjene som Regulator for Centralbankens Politik. Man nærmer sig da Guldpunkternes Enkelhed i Kontrollen.

Mange vil maaske betvivle, at der skulde være et saa simpelt numerisk Forhold mellem Udvidelsen af Krediten og Formindskelsen af Valutabeholdningen, at man uden videre kan sætte Lighedstegn mellem de to Størrelser. Det beror imidlertid paa de opstillede Forudsætninger. Det næste Spørgsmaal maa derfor blive, hvad der i det foreliggende Tilfælde ligger i Klausulen »alt andet lige«.

For det første ligger der i denne Klausul, at Kreditexpansionen hverken resulterer i forøget Export eller formindsket Import. Der regnes m. a. O. med, at Afsætningen af Exportvarer i Udlandet er absolut begrænset, og at der heller ikke er Mulighed for at »spare paa« Importvarerne ved Overgang til »Selvforsyning« i højere Grad end hidtil.

Hvis hele Kreditudvidelsen gaar til Forøgelse af Exportproduktionen, stiller Sagen sig ganske anderledes. Saa vil ifølge vore Forudsætninger e pCt. af de 100 Mill. Kr. straks gaa til Udlandet, medens $100 - e$ forbliver i den indenlandske Cirkulation. Derefter ruller Beskæftigelsesbølgen imidlertid videre ganske som før. Hvis vi som Eksempel tager $e = 25$ pCt. og $f = 30$ pCt., kræves der altsaa en Raavareimport paa 25 Mill. Kr. for at producere de paagældende 100 Mill. Kr. Exportvarer; Samfundets totale Indtægtsforøgelse som Følge af Kreditexpansionen blive da

$$\frac{100 - 25}{\frac{30}{100}} = 250 \text{ Mill. Kr.}$$

Det er dette Merforbrug paa 250 Mill. Kr., som kræver en Til lægsimport paa $0.3 \cdot 250 = 75$ Mill. Kr., eller netop det samme som Fortjenesten paa Exporten, $(100 - 25)$ Mill. Kr. Men i dette

Tilfælde er altsaa hele det Merforbrug af udenlandske Varer, hvortil Produktionsudvidelsen og Indtægtsforøgelsen giver Anledning, nemlig (25 + 75) Mill. Kr., blevet betalt med Varer, og Kreditudvidelsen har slet ikke tæret paa Valutareserven. Her bærer Beskæftigelsesbølgen sig selv, men ikke mere.

Hvis Seddelbankens Kreditudvidelse for en Del resulterer i større Export, vil den altsaa kun delvis belaste Valutareserven, og her faar man derfor ikke den samme nøjagtige numeriske Forbindelse som før mellem Forøgelsen af Købekraften og Formindskelsen af Valutakassen. Her maa der skelnes mellem den Del af Ekspansionen, som stimulerer Eksporten, og den Del, der forøger Hjemmeforbruget. Den første Del bærer sig selv gennem den øgede Udførsel, og kun den sidste tærer paa Valutareserven. Men ogsaa her vil der sammenlagt — i Form af Varer og Valuta — gaa Værdier til Udlandet af nøjagtig samme Størrelse som Ekspansionens Beløb. Noget ganske tilsvarende gælder naturligvis, hvis Produktionsudvidelsen kan formindske Forbrugets eller Eksportens Importkvote ved Overgang til større Selvforsyning. I disse Tilfælde er der aabenbart en vis Mulighed for at stimulere Produktionens Aktivitet ved Hjælp af Kreditpolitikken.

Fremdeles ligger der i Klausulen »ceteris paribus«, at det kun er den effektive Nettoudvidelse af Kreditten, der her er Tale om, altsaa den Del af Ekspansionen, som virkelig udnyttes til Produktion, hvilket selvsagt maa blive en Differens mellem Seddelbankens Kreditudvidelse og eventuel samtidig foregaaende Kreditindskrænkning fra privates eller andre Bankers Side.

Heraf følger, at Kreditekspansionens Tendens til at reducere Valutabeholdningen kan neutraliseres ved Forbrugsindskrænkninger paa andre Punkter. I saa Tilfælde vil jo nemlig det samlede Forbrug og dermed ogsaa det deraf betingede Importbehov (de f pCt. deraf) holde sig uforandret. Ikke mindst Rustningerne afgiver Eksempel paa, hvad Folkene kan »sulte sig til«. Det bør dog fremhæves, at den blotte Omstændighed, at en Del af de øgede Indkomster, der opstaar som indirekte Følge af Kreditten og Produktionens Udvidelse, bliver opsparet, ikke er tilstrækkeligt i denne Henseende. Thi hvis de opsparede Midler virkelig bliver investerede, betyder dette jo kun, at der skal produceres Kapitalgoder i Stedet for Konsumgoder og til begge Dele medgaar der indførte Raavarer, selv om Importkvoten naturligvis ikke behøver at være

den samme paa de to Omraader. Anderledes forholder det sig derimod, hvis der kun finder Opsparing Sted i privat- og ikke i samfundsøkonomisk Forstand. Hvis den enkelte undlader at forbruge en Del af sin Indtægt og sætter Pengene i Banken, men Banken ikke udlaaner Beløbet til Investering, men lader det blive liggende i Kassen, vil en saadan Deflationspolitik naturligvis kompensere en samtidig iværksat Kreditudvidelse fra Centralbankens Side. Thi her efterspørger den Sparende jo hverken Konsumgoder eller Kapitalgoder.

Endelig bør det tilføjes, at det her opstillede Ræsonnement ikke siger noget om, hvor lang Tid der gaar, inden »Vidererulningen« er til Ende, men at dette selvsagt er af stor Betydning for den praktiske Valutapolitik. Thi deraf afhænger det jo, hvor hurtigt de successive Krav paa Valutabeholdningen kan ventes at blive gjort gældende.

De her anførte Betragtninger viser imidlertid hvor forsigtigt Kreditpolitikken maa føres i et raastoffattigt Land med store Importkoefficienter. I Amerika og Rusland er Mulighederne for Kreditekspansion størst; ogsaa Tyskland og Sverige staar bedre end Danmark i saa Henseende, Island derimod langt svagere¹⁾.

Danmarks Laanepolitik efter 1920 vil sikkert blive udsat for Kritik i Fremtiden. Man levede over Evne og laante, hver Gang Kassen var tom. Laanene fremkaldte hver Gang en Indtægtsbølge som ovenfor beskrevet; naar denne Bølge ikke kunde vedligeholdes længere, havde man Valget mellem at slaa Leveniveauet ned eller laane igen. Man valgte det sidste med det Resultat, at Forrentningen af Landets udenlandske Gæld nu sluger en forholdsvis betydelig Del af dets Valutatilgang. Den sidste Ekspansion, som for en væsentlig Del skyldtes Krisefondets Obligationenkøb, er ikke resulteret i et fast udenlandsk Laan, men i en kort Gældstiftelse efter en forudgaaende Tapping af Valutakassen.

Det kan være fuldt forsvarligt for et Land at laane i Udlandet, naar man derigennem kan forøge Landets Eksportevne eller omvendt skabe Anlæg, som overflødiggør Import. I saa Tilfælde fremkommer der jo automatisk fremmed Valuta til Forrentning og Afdragning af de udenlandske Laan. Derimod er det uhyre farligt at laane i Udlandet blot for at opretholde en vis Levofod.

¹⁾ Se Erik Lundberg: Islands ekonomiska problem, Nordisk Tidsskrift, Stockholm, 1936.

At laane for at leve over Evne er lige saa farligt for et Land som for en Privatmand.

Det er overordentlig vigtigt at forstaa Sammenhængen mellem Arbejdsløshedsproblemet og Valutatilgangen. Løsningen af Arbejdsløshedsspørgsmaalet afhænger af, i hvor høj Grad man kan fremskaffe fremmed Valuta, og i hvor høj Grad man kan spare paa den. Uden Forøgelse af Eksporten eller Overgang til stærkere Selvforsyning kan den samlede Indkomst i Samfundet ikke ændres, med mindre man vil laane i Udlandet eller tære paa sin Valutareserve. Øget Eksport eller øget Selvforsyning (Sænkning af Importkvoterne e og f) er de eneste Veje til Forøgelse af Landets Indtægts- og Velstandsniveau og derfor — alt andet lige — til Løsning af Arbejdsløshedens Problem.

Blandt de forudsatte »ceteris paribus« er den handelspolitiske Reaktion i Udlandet; denne virker gavnligt, naar vort Forbrug af udenlandske Varer forøges (hvilket under det nuværende System giver handelspolitisk Magt), men skadeligt, i Tilfælde af udvidet Selvforsyning.

Disse Forhold hører til de Forudsætninger, som ikke er nærmere uddybede i det forudgaaende, men som selvfølgelig kan have Betydning i det praktiske Liv.
