

## VALUTAPOLITIK

FOREDRAG I NATIONALØKONOMISK FORENING DEN 9. FEBRUAR 1942

Af POUL NYBOE ANDERSEN

**V**ALUTAPOLITIK vil sige Statens eller Nationalbankens Indgreb i den Maade, hvorpaa Betalingsbalancens Ligevægt tilvejebringes. De, der agter at købe og sælge Valuta i en bestemt Periode, vil ved dennes Begyndelse have dannet sig visse Forestillinger om Valutakursernes sandsynlige Bevægelse i Periodens Løb og vil paa dette Grundlag lægge saa at sige et Budget over de Valutamængder, de ønsker at købe eller sælge til de ventede Kurser, og eventuelt desuden tænke over, hvordan de vil disponere, saafremt Kurserne skulde udvikle sig anderledes end ventet. Der vil m. a. O. danne sig Udbuds- og Efterspørgselskurver for Valuta *ex ante* for at bruge det af svensk dynamisk Teori benyttede Udtryk.

Det skulde være mere end mærkeligt, om der i disse Forhaandsforventninger bestod nogen Ligevægt mellem de til en bestemt Kurs efterspurgte og udbudte Mængder, der beror paa et meget stort Antal Forretningsfolks og Institutioners indbyrdes uafhængige Dispositioner. Alligevel maa der ved Periodens Slutning, naar man gør den faktiske Valutaomsætnings Regnskab op, vise sig at være købt og solgt lige meget, efter som Køb og Salg jo kun er den samme Transaktion set fra to Sider. Uligevægten mellem Udbud og Efterspørgsel maa altsaa være blevet forvandlet til en Ligestorhed eller Balance mellem Køb og Salg. Det er de Processer, der opstaar af Spændingsforholdet mellem Planerne og deres Virkeliggørelse, mellem *ex ante* og *ex post* paa Valutamarkedet, som udgør Valutapolitikens Arbejdsfelt.

Lad os nu tænke os, at der paa en bestemt Tid hersker Uligevægt mellem Udbud og Efterspørgsel efter Valuta. Er f. Eks. den udbudte Mængde større end den efterspurgte til de hidtil gældende

Kurser, vil der ske ét af to: Enten vil Valutakurserne falde, eller ogsaa maa den overskydende Mængde optages til praktisk talt uforandrede Kurser af private eller offentlige Institutioner. Er omvendt den efterspurgte Mængde størst, maa enten Kurserne stige eller Valuta fremskaffes til den hidtidige Kurs fra private eller offentlige Valutareserver.

Man kan da sondre mellem to principielt forskellige Tilpasningsformer: at lade Ligestorheden fremkomme gennem Svingninger i Kursen eller at tilvejebringe den ved uforandrede Kurser gennem andre Midler. Det første er ensbetydende med, at man lader Kursen indstille sig der, hvor de bestaaende Udbuds- og Efterspørgselskurver skærer hinanden. Det sidste betyder, at man forskyder Udbuds- og Efterspørgselsfunktionernes Beliggenhed og eventuelt tillige ændrer deres Form, saaledes at Skæringspunktet bliver der, hvor Kursen i Forvejen var. Vi gør her den som Regel urealistiske Forudsætning, at de udenlandske Valutakurser kan repræsenteres af Kursen paa et enkelt Land, idet de alle bevæger sig parallelt. I saa Fald bliver Forskellen mellem de to Metoder ensbetydende med et Valg mellem faste og svingende Vekselkurser. I Virkeligheden er det dog mindre simpelt. For det første kan der under Guldfod, der dog sædvanligt karakteriseres som et System med faste Valutakurser, forekomme Udsving indenfor Guldpunkterne, og disse Svingninger er ganske vist kun smaa, men dog af særdeles stor Betydning for hele Guldfodens Mekanisme. Dernæst kan der under Papirfod ske Forskydninger mellem de udenlandske Valutaer indbyrdes, saaledes at det ikke bliver muligt at fastholde alle Valutakurser uforandret i Forhold til den indenlandske Mønt. Og endelig er det af allerstørste Betydning, hvilken Form for Ligevægt der kommer ud af Tilpasningsprocessen. Et er, at Resultatet altid maa blive en Ligestorhed *ex post* mellem de købte og solgte Valutamængder opgjort for en Periode af vilkaarlig Længde. Men noget andet er, om der ogsaa fremkommer en Tendens til Ligevægt *ex ante* i Udbydernes og Efterspørgernes Planer for den følgende Periode, og i saa Fald hvor lang denne Periode er.

Begrebet valutarisk Ligevægt tager sig ret forskelligt ud fra et Korttidssynspunkt og paa længere Sigt. Man kan tale om Ligevægt paa Valutamarkedet, naar der hverken er Tendens til Forandring i Valutakursernes eller i Valutareservens Størrelse. Men en saadan Korttidsligevægt kan skyldes forskellige Aarsager. Den kan bero paa Overensstemmelse ved de givne Kurser mellem Udbud

og Efterspørgsel af Valuta fra saavel de løbende Indtægter og Udgifter som fra de egentlige Kapitalindtægter og Kapitaludgifter. I saa Fald er Ligevægten ogsaa paa længere Sigt stabil, idet der ingen Forandring vil ske med Landets samlede Gæld eller Tilgodehavende overfor Udlandet. Men Korttidsligevægten kan ogsaa være opstaaet ved, at Valutareserven kun holdes uforandret ved en Strøm af udenlandske Laan eller Laangivning til Udlandet. Saa vil der ske Forandringer i Gældsbalancen i negativ eller positiv Retning, og selv om saadanne Forskydninger under iøvrigt gunstige Betingelser kan foregaa i lange Aaremaal, uden at Tilstanden føles som ustabil — jfr. Danmarks stadige Gældsættelse i mere end en Menneskealder forud for 1914 — er der dog efter Sagens Natur Grænser for, hvor megen Gæld eller hvor store Tilgodehavender et Land kan skaffe sig. Uligevægten vil vise sig, saa snart det frie Kapitalmarked af en eller anden Aarsag ophører at fungere.

En Korttidsligevægt paa Valutamarkedet kan saaledes meget vel forenes med Uligevægt paa længere Sigt. Det omvendte kan ogsaa tænkes, idet Kapitalbalancen kan holdes uforandret som Helhed, uanset at der sker Forskydninger imellem de likvide Tilgodehavender — Valutareserven — og de faste Laan.

Det bliver derfor en kompliceret Sag at undersøge, om en bestemt Foranstaltning bidrager til at skabe Ligevægt paa Valutamarkedet. Som Regel er nemlig Korttidsvirkningerne iøjnefaldende, medens Langtidstendenserne virker mere i det skjulte, skønt de godt kan være lige saa betydningsfulde. Det er uden Tvivl lettere at karakterisere de valutapolitiske Midler efter, om de bygger paa faste eller svingende Valutakurser, men det synes til Gengæld af større Interesse at sondre mellem, om de bidrager til at skabe Ligevægt — og da i hvilken Betydning af dette Ord — eller om de lader de egentlige Aarsager til en uligevægtig Tilstand uberrørt eller maaske endog paa kortere eller længere Sigt forstærker dem.

Denne Deling gaar ganske paa tværs af Sondringen mellem faste og svingende Valutakurser. Har man faste Kurser som f. Eks. under Guldfod, vil Betalingsbalancen kunne udlignes ved Guldbevægelser. Men der er en afgørende Forskel paa, om Guldet blot bruges til at udfylde et Hul paa Balancen, eller om det tjener til at udløse saadanne Ændringer i den indre Økonomi, at Aarsagerne til Uligevægten fjernes, saa Guldforsendelserne derigennem gør sig selv overflødige. Har man omvendt svingende Kurser som i Danmark fra 1914—1926, kan Variationerne under visse Om-

stændigheder bringe Ligevægt til Veje, naar den er blevet forstyrret ved en Ændring i Forholdet mellem Udbud og Efterspørgsel. Men under andre Betingelser vil selve Kursbevægelsen ned eller op udløse dynamiske Reaktioner hos Udbydere og Efterspørgere, saaledes at selve Kurverne og dermed Ligevægtpunktet hele Tiden forskyder sig.

Hvad enten man ser tilbage paa den historiske Udvikling i de sidste Aartier eller prøver at se frem til de Spørgsmaal, der skal klares i de kommende Aar, synes denne Ligevægtsbetragtning at være det mest frugtbare Udgangspunkt, man kan vælge for sin Analyse. En Ting er, at man aldrig vil kunne opfinde noget Valutasytem, der fungerer lige godt, hvilke Ændringer der end sker i Samfundets almindelige Struktur og politiske Indstilling. Noget andet er, om et System under givne Samfundstilstande er i Stand til at hvile i sig selv. Man maa i det mindste kunne forlange af enhver Valutapolitik, at den skal kunne fungere tilfredsstillende, saa længe der ikke sker større Forandringer i de ydre Vilkaar. Det bør ikke være saadan, at der kræves ekstraordinære Forholdsregler for at genoprette Ligevægten, naar det kun er mere normale og tilfældige Forstyrrelser, der har bragt den i Uorden, men Systemet maa selv i Forbindelse med den givne Samfundsstruktur kunne overvinde saadanne kritiske Situationer.

Saalænge denne Betingelse ikke er opfyldt, savnes den første Forudsætning, for at stabile Valutaforhold kan tilvejebringes. Det er altsaa en nødvendig Betingelse. Den er derimod ikke tilstrækkelig til at sikre Stabiliteten. Hertil kræves naturligvis ogsaa en vis social, politisk og teknisk Ligevægt, saaledes at Samfundsstrukturen ikke er undergivet altfor hyppige og voldsomme Forskydninger, som intet Valutasytem kan følge med til. Dette andet Ligevægtsvilkaar har ganske givet ikke været opfyldt i den sidste Menneskealder, og om det bliver det i Fremtiden, kan man ikke vide noget som helst om. Derfor kan man ikke i dette Øjeblik besvare Spørgsmaalet, som det i Reglen formuleres: Hvilket Valutasytem vil svare til Fremtidens Samfundsorden? I Stedet maa det vendes om og lyde saaledes: Under hvilke Samfundstilstande kan dette eller hint Valutasytem overhovedet fungere? Det er dette sidste, jeg skal forsøge at belyse ved en Gennemgang af nogle typiske Former for Valutapolitik. —

Førkrigstidens Guldmøntfod var et internationalt Valutasytem, som under liberalistiske Samfundstilstande besad en ganske effektiv Tilpasningsevne. En Uligevægt mellem Udbud og

Efterspørgsel paa Valutamarkedet kunde medføre Guldforsendelser, der atter vilde føre til en dobbeltsidig Tilpasningsproces. Det guldafgivende Land vilde faa Pengeknaphed, højere Rentefod, lavere Indtægtsniveau og dermed en aktiv Byttebalance overfor Udlandet. Det guldmodtagende Land fik omvendt Pengerigelighed, lavere Rente, højere Indtægter og mere passiv Betalingsbalance, indtil den opstaaede Uligevægt blev bragt til Ophør og Guldstrømmen afløst af Varebevægelser.

Det var en Grundsætning hos Klassikerne, at Varerne internationalt var mere bevægelige end Produktionsfaktorerne. En Faktor var der dog, som efterhaanden viste sig mere bevægelig end alt andet, nemlig Kapital i Pengeform. Det fik vigtige Følger for Guldets Mekanisme. En ubetydelig Forandring i Valutakurserne indenfor Guldpunkterne eller i visse Rentesatser var nok til at lokke fremmed Kapital eller omvendt fremmede Kapitalefterspørgere til. Korte internationale Kapitalbevægelser overtog saaledes Guldforsendelsernes Rolle at udligne Betalingsbalancen, indtil Varebevægelserne kunde komme i Stand. Men det fik den uheldige Virkning, at disse Varebevægelser undertiden helt udeblev eller i alt Fald ikke fik det fornødne Omfang. I Stedet blev de korte Kapitaloverførsler forvandlet til lange Laan, og der opstod et Skel mellem Debitor- og Kreditorlande, som paa den ene Side var Udtryk for en betydningsfuld Tendens til Udligning af de forskellige Landes Kapitalforsyning, men som samtidig fremkaldte en international Uligevægt paa langt Sigt. Den let bevægelige Kapital forhindrede, at Rente- og Indtægtsniveauerne i de forskellige Lande fik Tid til at tilpasse sig saaledes efter hinanden, at en valutarisk Ligevægt kunde tilvejebringes udelukkende gennem Varehandel og andre Bevægelser paa de løbende Poster. Den saa ofte lovpriste Ligevægt under Guldfoden var forsaavidt kun en Korttidsligevægt, men saa længe det frie Kapitalmarked bestod, tilsløredes Virkningerne ved, at Debitorlandene var i Stand til at dække Renter og Afdrag paa tidligere Laan gennem Optagelse af nye Laan.

Som Betingelse for, at Guldfoden automatisk kunde sikre en stabil Valutaligevægt krævedes altsaa for det første en saadan Elasticitet i Landenes Pris- og Omkostningsforhold, at internationale Varebevægelser hurtigt og let kunde komme i Stand, og dernæst maatte Valutamyndighederne være rede til at overholde Guldfodens Spilleregler, d. v. s. give Afkald paa at føre en autonom indenlandsk Konjunkturpolitik paa tværs af andre Landes økonomiske Udvikling. Allerede før 1914 var denne Vilje ikke ubetin-

get til Stede. Man tænke saaledes paa de forskellige Former for Guldpræmiepolitik, men navnlig paa mange Landes protektionistiske Toldlovgivning. Gennem Forhøjelse af Toldsatserne kunde man f. Eks. undgaa den Merimport, som ellers skulde følge efter en Guldtilstrømning. Og selve Eksistensen af Toldskranker formindskede den internationale Handels Omfang, reducerede derved Im- og Eksportens Betydning for et Lands totale Økonomi og nødvendiggjorde saaledes desto stærkere Forskydninger i de indenlandske Forhold, for at en Ændring i Handelsbalancen af given Størrelse kunde gennemtvinges.

Dernæst var Rentepolitikken ikke lige effektiv i op- og nedadgaende Retning. En Renteforhøjelse kunde altid bremse en Ekspansion, men en Rentesænkning ikke altid bringe en Depression til Ophør. Med de faste Anlægs voksende Størrelse og Varighed navnlig fra Slutningen af det 19. Aarhundrede blev det vanskeligere at ændre Produktionens Veje i Overensstemmelse med forandrede Konkurrencevilkår paa Verdensmarkedet. Altsammen bidrog det til at mindske Guldautomatismens faktiske Effektivitet og undergrave Viljen til at administrere Guldfoden, som om den var »fool-proof«. Navnlig i store Lande med forholdsvis ringe Udenrigshandel — U. S. A., Frankrig, Rusland og Tyskland — fandt man, at der var et iøjnefaldende Misforhold mellem Fordelene ved at være Led i et internationalt Valuta- og Handelssystem og Ulemperne ved at give Afkald paa sin told- og pengepolitiske Autonomi. Derfor blev det ikke en automatisk, men en reguleret Guldfod, man fik fra Midten af 1920'erne, da Verdenskrigens og de følgende Aars valutapolitiske Kaos var overvundet.

Guldets Opgave blev at udligne Over- og Underskud i Betalingerne, men det fik ikke Lov til at udløse Ligevægts-tendenser. Resultatet blev nu en lige saa skæv Fordeling af Verdens Guldbeholdninger, som man allerede før 1914 havde haft det for den internationale Kapitals Vedkommende. Foruden Skellet mellem Kreditor- og Debitorlande fik man nu en Forskel mellem Lande, som havde Guld i Overflod, og andre, som vel var paa Guldfod, men som næppe ejede Guld eller i alt Fald kun havde det fornødne til at klare en Gulddækningsprocent, som man før 1914 vilde have anset for ganske utilstrækkelig. Nu blev imidlertid Dækningsreglerne betragtet som værdiløst gammelt Arvegods ud fra Slagordet om, at Guldet kun var af Betydning internationalt. Man saa ikke, at en Guldfod uden faste Dækningsregler er som et Skib uden Ror. Det kan ikke styre sig selv, men havner der, hvor til-

fældige Paavirkninger fører det hen, hvis det ikke tages paa Slæb af en mere manøvredygtig Skude, der blot har Kurs mod en ganske anden Havn end den, det var Meningen at naa til.

Dette sidste kan vistnok siges om de Rester af Guldfoden, der har været tilbage siden 1931. De guldbesiddende og guldproduce-rende Landes Maal har været at hindre Guldets totale Forlis, samtidig med at man har opgivet at følge den gamle Kurs og i Stedet givet Guldets til Opgave at udligne den internationale Spekulationskapitals Flugt fra Land til Land for at undgaa Valutadeprecieringer. Saa store Forandringer kan der ske paa godt og vel en Snes Aar, at medens Guldets og Kapitalen indtil 1914 virkede Haand i Haand for at sikre stabile Valutakurser, saa har Køb og Salg af Guld i 30'erne været brugt af Kreditorlandenes Egaliseringsfonds for at hindre Kapitalen i at fremkalde alt for voldsomme Udsving i Kurserne.

Om Guldets Stilling i Fremtiden kan man nogenlunde sikkert sige, at den automatiske Guldfod vender ikke tilbage i overskuelig Tid, fordi den bygger paa Forudsætninger, som man vanskeligt kan tænke sig opfyldt, saa længe Samfundets tekniske og sociale Struktur omtrent er som nu. Den Opfattelse kan vist ogsaa de allerfleste af Guldets Tilhængere slutte sig til. Men saa har den Tanke været fremme, ikke blot fra engelsk-amerikansk Side, men ogsaa fra Aksemagternes, at Guldets meget vel kunde bruges i Fremtiden til Udligning af Saldi mellem de enkelte Lande — eller Storrum, hvordan man nu tænker sig Verdensøkonomien organiseret. Det vilde være noget i Retning af en Genindførelse af 20'ernes og 30'ernes regulerede Guldfod. Den første Forudsætning herfor maatte være en Omfordeling af Verdens Guldforraad, og mon man ikke ogsaa er ved at forstaa det endog i Amerika? Blot kunde det være interessant at se, hvordan dette i Praksis skulde gennemføres. Skal vi købe Guldets af Amerika til omtrent den nugældende Pris og betale med Varer, vil nok de fleste Lande i det krigshærgede Europa betakke sig. Og skal vi have det paa Kredit, har vi saa nogen Garanti for, at det hele ikke bliver en Gentagelse af Forholdene efter den første Verdenskrig? Det være nu, som det vil. Lad os blot forudsætte, at en Omfordeling kan gennemføres. Hvad har man saa egentlig opnaaet derved? Man kan udligne Saldi ved Guldets Hjælp — men skal Guldets Bevægelser ingen Virkninger have for den indenlandske Økonomi, maa man ad anden Vej fjerne de egentlige Aarsager til det Plus eller Minus paa Betalingsbalancerne, som fik Guldets til at sætte sig i Bevægelse. Gør man

ikke det, bliver selv de rigeligste Guldreserver udtømt til sidst. Saafremt der overhovedet indtræffer mere varige Forskydninger i de enkelte Landes Ombytningsforhold overfor andre Lande, maa der paa den ene eller anden Maade ske en Tilpasning hertil. Man kan sælge Guld eller optage Laan og derved stoppe Hullet til, men det er kun en Udsættelse, ingen Løsning af Problemet. Man kunde nære Ønske om at vende tilbage til en automatisk Guldfod, men i vore Dage kan en Guldfod aldrig blive automatisk. Altsaa maa den fornødne Tilpasning ske med Midler, der intet har med Guld det at gøre. Og om man i Fremtiden vender tilbage til Guld det som foreløbigt U d l i g n i n g s m i d d e l, bliver da et forholdsvis underordnet og uinteressant Spørgsmaal i Sammenligning med, hvilke Tilpasningsmidler man vil foretrække at tage i Anvendelse for at sikre den valutariske Ligevægt over et længere Løb. —

Saalænge et Land er paa Guldfod giver Valutapolitikens Maal sig af sig selv. Det er simpelthen Guldfodens og de faste Vekselskursers Opretholdelse. Forlader man Guld det helt eller delvis bliver selve Formaalsbestemmelsen til et Problem. Hvis det var Ønsket om at drive en autonom, indenlandsk Konjunkturpolitik, som gjorde Guldfoden uanvendelig, kan man gaa ud fra, at Rentepolitikken stilles i denne Politiks Tjeneste, og at man i det hele taget først forsøger at lade Valutakurserne skøtte sig selv eller, som det hed i Danmark efter Verdenskrigen, »lade Kronen finde sit naturlige Leje«.

Beliggenheden af dette Niveau har man i Reglen søgt at bestemme ud fra Købekraftsparitetsteorien. Herefter skulde Valutakurserne naturligt indstille sig saaledes, at man kunde købe lige meget for sine Penge, hvad enten man gav dem ud i Indlandet eller i Udlandet. Mange har hævdet, at der under frie Forhold vilde være en effektiv Tendens til Ligevægt ved denne Pari. Hvis nemlig et Lands Penge køber mere ude end hjemme, fordi Valutakurserne er »for lave«, vil Importen stige, Eksporten indskrænkes, og dermed Valutakurserne gaa i Vejret. Omvendt vil »for høje« Kurser skabe større Udførsel og mindre Indførsel. Kurserne kunde da kun svinge mellem visse »Varepunkter«, bestemt ved den Lethed, hvormed nye Im- eller Eksportvarer kan blive Genstand for Samhandel, naar Kurserne ændrer sig.

Imod Teorien i denne Form kan der rettes adskillige Indvendinger. Det er ganske vist rigtigt, at f. Eks. højere Valutakurser vil medføre større Eksport og mindre Import, naar man tænker paa de ind- og udførte Mængder og tillige gør sig klart, at den Elastici-



tet, hvormed disse Mængder tilpasser sig til Kursforhøjelsen, kan være meget forskellig alt efter Handelens Sammensætning. I et Landbrugsland vil normalt Elasticiteten være mindre end i et industrieksporterende. Derimod kan man ikke uden videre gaa ud fra, at disse Forskydninger i Handelens Volumen ledsages af tilsvarende Ændringer i dens Værdi udtrykt i fremmed Valuta. Drejer det sig om et Land, hvis Eksport er samlet paa forholdsvis faa Varer, der hver for sig har en prisbestemmende Indflydelse paa Verdensmarkedet for vedkommende Artikel, og er det tilmed Varer med ret uelastiske Efterspørgselskurver, kan Resultatet blive, at den større Eksportmængde, som de stigende Valutakurser fremkalder, indbringer et mindre Beløb i fremmed Valuta. I saa Fald kan Udbudskurven for Valuta være bagudrettet og have negativ Elasticitet. Hvis tilmed den forøgede Eksport delvis forudsætter en større Raastofindførsel, og hvis Landets øvrige Import bestaar af nødvendige Varer, og der er kontraktbundne Renter og Afdrag at betale, kan det tænkes, at Valutaefterspørgslen bliver større og Valutaudbudet mindre, naar Kurserne stiger. En saa bizar Konstellation faar man dog næppe at se i Virkeligheden, men der er intet i Vejen for, at et Lands Valutamarked kan være præget af meget uelastiske Funktioner baade paa Udbuds- og Efterspørgselsiden. Bl. a. gælder dette sikkert for Danmarks Vedkommende p. Gr. af vor Handels Sammensætning, og det er maaske en af de Faktorer, der forklarer, at vore Erfaringer med svingende Valutakurser fra 1918—26 var daarligere end de fleste af de andre Landes, som man naturligt kunde drage Sammenligninger med. Vi behøver altsaa ikke udelukkende at henvise til, at vi var dummere end de andre.

Jo længere Tidsrum man lægger til Grund for Betragtninger af Udbuds- og Efterspørgselskurverne, des mere elastiske bliver de ganske vist. Men inden det kan faa Betydning, vil der ofte være udløst en Række udpræget dynamiske Kræfter, som kan forhindre, at der overhovedet dannes en stabil Ligevægt. Under stigende Valutakurser ønsker Efterspørgerne at dække hurtigt ind, medens Udbyderne holder deres Valuta tilbage. Baade Efterspørgsels- og Udbudskurven rykker i Vejret, og Skæringspunktet mellem dem kommer til at ligge meget højere. Her er Talen altsaa om en Ændring af Kurverne, ikke om en Bevægelse langs dem. Omvendt vil ved faldende Kurser Udbudet komme hurtigt frem, men Efterspørgslen holde sig tilbage. Forventningerne kan i saadanne Tilfælde virke stærkt ligevægtsforstyrrende ved at føre Kurserne langt ud over et statisk Ligevægtspunkt.

Disse Mangler ved Købekraftspariteten som faktisk Svingningspunkt for Kurserne kom tydeligt frem i mange Lande efter den sidste Krig. Derfor var man enig om, da man i Begyndelsen af 1930'erne paany gik bort fra Guldet, at nu maatte Valutakurserne bringes under effektiv Kontrol. De Midler, man her tog i Anvendelse, varierede fra Kreditorlandenes Egaliseringsfonds til visse Debitorlandes fuldstændige Valuta-Planøkonomi. Betragtninger over Kursernes Overensstemmelse med Købekraftspariteten blev stillet helt i Skygge af Hensynet til Aktivitet og Prisudvikling i Indlandet. Alligevel fik Teorien en vis Interesse, om end paa en ny Maade. Naar f. Eks. England nøjedes med at uskadeliggøre de risikoorienterede Kapitaloverførsler gennem Egaliseringspolitikken, men iøvrigt lod Sterling bevæge sig frit, var det netop for derved at tilpasse Englands Konkurrenceevne til Forholdene i andre Lande. Og for de Debitorlande, der tvangsregulerede Importen, viste en alt for stor Forskel mellem Kurser og Konkurrenceevne sig gennem stigende Vanskeligheder ved at fastholde det engang valgte Kursniveau. Da Danmark sænkede Kronen ved Forliget i Januar 1933, var en saadan valutarisk Tilpasning ikke blot et egnet Middel, men simpelthen en Nødvendighed. Trods Importreguleringen kunde man ikke holde Kronen, men havde i de Maaneder, der gik forud for Forliget, maattet se den falde Skridt for Skridt. Tyskland maatte i Løbet af 30'erne dels gøre Tvangsøkonomien stadig mere omfattende og dels differentiere Valutakurserne og udbygge et kompliceret System af Importafgifter og Eksportpræmier for at opretholde formelt en Markkurs, der svarede til Markens tidligere Guldværdi, men som stod i afgjort Misforhold til Tysklands internationale Konkurrenceevne.

Eksemplernes Tal kunde let forøges, men det er ikke nødvendigt for at vise, at trods al Vilkaarlighed i Valutakursernes Fastsættelse er Begrebet »valutarisk Ligevægt« dog stadig en Realitet. Der findes under de til enhver Tid givne Forudsætninger en bestemt Kurshøjde, som lettere lader sig opretholde end andre Niveauer. Dette — om man vil — »naturlige Leje« er ikke stabilt og uforanderligt. Det vilde ikke indfinde sig af sig selv, hvis man blot lod alle Restriktioner fare. Dets Beliggenhed er tværtimod paavirket af disse Restriktioners Art og Omfang saavel som af de Valutakurser, der hidtil faktisk har været gældende. Vilde man beregne, hvor meget Kronen skulde hæves for at svare til den naturlige Værdi i Forhold til f. Eks. tyske Mark, maatte man altsaa tage i Betragtning, at selve Kronehævningen paavirker de inden-

landske Pris- og Omkostningsforhold og derigennem ændrer den naturlige Paritet.

Iøvrigt fortjener dette Ligevægtpunkt næppe Navn af Købekraftsparitet, hvis man derved forbinder den Forestilling, at det skulde kunne findes ud fra en Sammenligning af Landenes Detail- eller Engrosprisniveauer. Hvad Mursten koster i Tyskland og Biografbilletter i Sverige, kan ikke faa nogen mærkbar Indflydelse paa Kronens Værdi overfor tysk og svensk Valuta. Endnu mindre kan man beregne den naturlige Kurs ved f. Eks. at se paa, hvad Kul, Gummi, Jern, Smør eller andre internationalt handlede Varer koster i de forskellige Lande. For bortset fra Told og Transportomkostninger kan saadanne Varers Priser ikke afvige mere fra hinanden end, hvad der svarer til Valutakursernes indbyrdes Stilling. Her er det altsaa Kurserne, der bestemmer Prisernes Højde, ikke omvendt. Hvad det kommer an paa, er derimod Omkostningsforholdene for de Varer, der staar lige paa Grænsen til at blive — eller holde op med at være — Genstand for Samhandel mellem Landene. Det er altsaa de før nævnte Import- og Eksportelastiteter, man skal have fat i, og de beror hverken paa det almindelige Prisniveau eller paa Omkostningsniveauet som Helhed, men afhænger af de særlige Produktions- og Omsætningsforhold for de bestemte Varer, det drejer sig om i et konkret Tilfælde. Vil man give det et Navn, kunde det kaldes Konkurrencepariteten, fordi det er Landenes gensidige Konkurrenceevne, der bestemmer den internationale Handels Omfang og dermed influerer paa Betalingsbalancens Stilling og Vekselkursernes Højde. Denne Konkurrenceevne er altid i nogen Grad et Kunstprodukt, fordi den paavirkes baade af Landenes naturlige Udrustning og af deres økonomiske Struktur og Politik. Derfor maa Konkurrencepariteten heller ikke opfattes som et »naturligt« Ligevægtpunkt, men slet og ret som det Kursniveau, der under givne Vilkaar lettest lader sig opretholde, uden at Betalingsbalancens Udligning medfører Ændringer i Valutareservens Størrelse eller i de gældende Restriktioner. Trods denne vage, negative Formulering vilde et Skøn over Konkurrenceparitetens Beliggenhed i en bestemt Situation ikke være uden Interesse, hvis man overhovedet nærer Ønske om at fastsætte Valutakurserne saaledes, at man derved bidrager til at skabe Ligevægt paa Valutamarkedet. —

Man kunde imidlertid drage i Tvivl om et saadant Ønske almindeligt næres i vore Dage. Saa mærkeligt det kan lyde, synes jo Clearingsystemet og Guldfoden, der ellers er polære Mod-

sætninger, begge at bygge paa faste Kurser og at foretrække andre Midler end Kursforskydninger baade ved Betalingsbalancens Udligning og ved Tilpasningen mellem den indre og den udadvendte Økonomi. Lad os derfor undersøge Clearingbegrebet lidt nærmere ud fra den samme Ligevægtsbetragtning, som har været lagt til Grund ved den foregaaende Beskrivelse af Guldfodens og den frie Valutas Virkemaade. Det er naturligt at gaa ud fra den tosidige Clearing, som jo hidtil har været saa godt som eneraadende. At der under et saadant System meget vel kan opstaa store Saldi i den ene eller anden Retning, viser Kendsgerningerne os. Spørgsmaalet kan derfor kun være, om Clearingen af sig selv kan bidrage til, at saadanne Overskud udlignes igen. Vil der indenfor Systemets Rammer udløses automatiske Tendenser henimod Balance paa Clearingkontoen, eller er det nødvendigt at træffe særlige Aftaler eller Foranstaltninger i dette Øjemed?

Spørgsmaalet har for Danmarks Vedkommende været aktuelt 2 Gange, idet vi i 1936 havde et Clearingoverskud paa Tyskland, der dog selvfølgelig var af betydelig mindre Størrelsesorden end det nuværende. Dengang blev det bragt ud af Verden relativt hurtigt dels ved Statens ekstraordinære Kulkøb, der skete mod øjeblikkelig Betaling, men — af Hensyn til Handelsaftalen med England — paa Levering over flere Aar, dels gennem Udstedelse af de saakaldte hurtige Valutaattester til Import af tyske Varer, og endelig i Kraft af en Omlægning af Samhandelens Grundlag, saa det fra Nytaar 1937 blev vore Køb af tyske Varer i ét Kvartal, som blev bestemmende for Tysklands Køb af danske Produkter i det følgende Fjerdingaar. Ogsaa dennegang har man ved forskellige Indgreb søgt at hæmme Clearingoverskudets Vækst, sidst gennem Kronhævningen i Januar 1942. De fleste andre Clearinglande har gjort de samme Erfaringer som vi — og det baade i Midten af 30'erne og nu under Krigen — nemlig at Clearingsystemet hverken kan hindre, at der opstaar valutarisk Uligevægt, eller automatisk sørge for, at Ligevægt atter indtræder i Løbet af en kortere Tid. Imidlertid kan det naturligvis hævdes, at Systemets Arbejdsvilkaar har været de slettest mulige i alt Fald nu under Krigen, og det er derfor rimeligt at undersøge mere teoretisk, om det maa antages, at det stiller sig paa samme Maade under mere normale Tilstande.

Ved nogle af de ældre Clearingaftaler, dog ikke den dansk-tyske af 1934, var det en Forudsætning for, at Eksportørerne fik deres Clearingkrav udbetalt, at der var indbetalt tilstrækkelige Beløb til Clearingkontoen i indenlandsk Valuta fra Importørerne. Den

Kreditgivning til Udlandet, som et Clearingoverskud altid er Udtryk for, blev saaledes baaret af Eksportørerne, som kunde risikere lange Ventetider, før de fik deres Tilgodehavender betalt. Man har Eksempler paa halvandet Aars Kredit. Naturligvis vil dette efterhaanden føre til Nedgang i Eksporten, der søger til andre Markeder eller, hvis disse ogsaa reguleres ved Clearing, maa afsættes hjemme eller hører op med at blive produceret i sædvanligt Omfang. En vis Tendens henimod Ligevægt vil altsaa komme i Stand. Men Balancen vil næppe blive naaet, før naar en Del Eksport falder bort, bliver Ventetiden for Resten af Eksporten desto kortere, og en vis Kreditgivning vil der altid være Eksportvirksomheder, som er parat til at give. Det er altsaa kun de allerstærkeste Udsving fra Ligevægten, man ad denne Vej kan undgaa. Desuden virker Processen kun eksportthæmmende i Overskudslandet, ikke eksportfremmende i Underskudslandet. Tilpasningsbesværet rammer ensidigt det ene Land. Dog kan Merimporten i det andet Land føre til en vis Sterilisering af Købekraft, idet der indbetales større Beløb til Clearingkontoen fra dette Lands Importører, end der udbetales dets Eksportører.

En tilsvarende Proces kan opstaa i Overskudslandet, hvis Eksportørernes Kreditgivning til syvende og sidst finansieres af deres Bankforbindelser, der atter i et vist Omfang støttes af Centralbanken. Dette vil næsten uvægerligt blive Tilfældet, hvis betydende Eksporterhverv gennem længere Tid maa vente paa en væsentlig Del af deres Betaling, fordi Konsekvenserne af at lade de enkelte Virksomheder yde den uberegnelige Kredit alene vilde være ganske ødelæggende. Forsaavidt vil man i Praksis blive nødt til at nærme sig den Ordning, vi kender her fra Landet, hvor Nationalbanken finansierer Clearingoverskudet. I Diskussioner herhjemme har man fra flere Sider været tilbøjelig til at betragte denne Ordning som mindre naturlig end den, der lader Eksportørerne selv yde Kreditten. Man har talt om, at Nationalbanken eller i sidste Instans Samfundet som Helhed har ydet Landbruget Forskudsbetaling eller Kredit. Denne Udtryksmaade synes af mange Grunde uheldig. I en Situation, hvor Eksportørerne ikke selv kan bestemme, hvor de vil sælge deres Varer, vilde det være urimeligt at forlange, at de i Modsætning til andre Erhvervsdrivende, der sælger paa Hjemmemarkedet, skulde vente paa ubestemt Tid med at faa deres Penge. Lad gaa med, at det betragtes som en naturlig Forudsætning for selve Clearingtanken, at Ind- og Udbetalinger bør balancere nogenlunde. Men hvis de nu ikke gør det, saa en Tilpas-

ningsproces maa iværksættes, ses der ingen Grund til at betragte den Udligning som den naturligste, der lader Overskudslandets Eksportører bære hele Byrden derved. Noget ganske andet er, at hvis man mener, at Landbruget og andre Eksportører har tjent for meget eller faaet for mange ledige Penge det sidste Aarstid i Forhold til de øvrige Befolkningsgrupper, kan det eventuelt være en praktisk Udvej at regulere det over Clearingkontoen. Noget saadant kunde dog ske ganske uafhængigt af, om den viste Overskud eller ej, og kan ikke betragtes som en naturlig Konsekvens af Clearingprincippet, men blot som et Middel til Regulering af den indenlandske Indkomstfordeling eller til Sterilisering af den forhaandenværende Pengerigelighed, før Pengene overhovedet er kommet i Omløb.

Vælger man da at lade Centralbanken eller Staten bære Byrden ved den Kreditgivning, som et Clearingoverskud betyder, kan ogsaa dette udløse visse Tendenser til en Udligning af Balancen. I Overskudslandet fører Udbetalingerne til stigende Købeevne, medens der i Underskudslandet fremkommer en Købekraftskontraktion. Er det ordnet saadan, at Staten indbetaler Differencen til Clearingkontoen, afhænger Virkningerne af, om det fører til Skatteforhøjelser eller det dækkes gennem Laan. Er det direkte Centralbanken, der overtager Finansieringen — omend eventuelt med Statsgaranti — kan Købekraftsforskydningerne forstærkes ved Rentesænkning i Overskudslandet og Renteforhøjelse i Debitorlandet. Det er imidlertid ikke givet, at saadanne Renteforandringer anses for ønskelige, og det er heller ikke sikkert, at de medfører nævneværdige Virkninger paa Betalingsbalancen. I Øjeblikket er saaledes den danske Udenrigshandels Elasticitet overfor indenlandske Købekraft- og Prisniveauforskydninger abnormt ringe, vel meget nær ved Nul. Den Rentesænkning, som Pengerigeligheden automatisk har ført med sig, kan altsaa paa kort Sigt bedømmes alene ud fra sine Virkninger paa Aktiviteten, Ejendomspriserne og Indtægtsfordelingen.

Som Forholdene ligger kan en lavere Rente næppe øge Beskæftigelsen nævneværdigt p. Gr. a. Raastofmangel — men iøvrigt er vel Pengeinstitutternes almindelige Udlaansrente heller ikke faldet synderligt. Det er kun Indlaansrentesatserne og den effektive Obligationsrente, som virkelig er nedsat. Det lader altsaa ikke til, at Prislovens Forbud mod at indregne Generalomkostningerne i Salgsprisen pr. Enhed med et større Beløb, naar Omsætningen falder, er blevet anvendt analogt paa Bankvirksomheden.

Under de herskende Vilkaar maa den fornuftigste Rentepolitik formentlig være den, der søger at undgaa, at Obligationsrenten fjerner sig alt for langt fra det Niveau, som efter Krigen vil blive gældende. Saalænge et frit Verdensmarked for Kapital og Varer ikke er genopstaaet, skulde Rentefoden i Danmark i og for sig kunne beherskes af Autoriteterne indenfor visse Grænser, og i Overensstemmelse med Udviklingen andetsteds var det næppe urimeligt, om man her i Landet stræbte henimod en effektiv Rente, der laa lidt lavere end det hidtil normale Niveau. Det er imidlertid ikke saa afgørende i sig selv, men derimod er det af Betydning, at der gives det kapitalanbringende Publikum nogenlunde klare Forestillinger om, hvad man i saa Henseende tænker sig.

For Øjeblikket har man almindeligt Indtrykket af, at der ventes et meget kraftigt Kursfald paa Obligationer, saa snart Freden nærmer sig. Netop disse Forventninger vil formentlig fremkalde et Kapløb om at sælge først, og derved bliver Kursfaldet til Virkelighed og bliver sikkert stærkere end ved en mere rolig Afvikling. Erfaringerne tyder paa, at Forventninger om den fremtidige Kursudvikling har særdeles stor Betydning paa Obligationsmarkedet, og man bør derfor næppe vige tilbage fra at tage psykologiske Midler i Brug i Rentepolitiken.

Men er det overhovedet muligt at fastlægge Rentepolitikken ud i Fremtiden? Vil ikke netop Rentesvingninger blive et Led i Penge-, Pris- og Valutapolitikken, som de hidtil har været det? Hvad der vil ske paa meget langt Sigt, kan naturligvis ingen vide. Men i de nærmeste 5—10 Aar, eller hvor længe det nu kan vare, før den vanskelige Overgang fra Krig til Fred er fuldbyrdet, kan der næppe blive megen Brug for at regulere det økonomiske Liv over Rentefodens Højde. Her maa Importregulering, Priskontrol og andre planøkonomiske Forholdsregler tages i Anvendelse. Og selv om man senere skulde kunne afvikle noget af dette Embedsmaskineri, vil det næppe blive Rentepolitikken, der skal sættes i Stedet. Har man et trægtbevægeligt Omkostningsniveau, virker Renteforandringer mere paa Aktivitetens Omfang indenfor Anlægsvirksomheden end paa Konkurrenceevnen overfor Udlandet og er derfor ikke noget velegnet Middel til at sikre valutarisk Ligevægt. Iøvrigt er jo et uforandret Renteniveau paa ingen Maade ensbetydende med en konstant Kreditgivning. Bankernes Bedømmelse af Laansøgeres Sikkerhed og de planlagte Investeringers samfundsmæssige Betydning er ogsaa under normale Forhold en fuldt saa vigtig Kreditregulator som Forskydninger i Rentesatserne. Man kan derfor me-

get vel forene den paakrævede Smidighed i Kreditpolitikken med en tilnærmelsesvis Fastholdelse af Renteniveauet, og der kan sikkert ikke være Uenighed om, at det af Hensyn til Forsikrings- og Sparevirksomhed i det hele taget saavel som til Byggeriets Finansiering vilde være af stor Værdi, om man kunde vende tilbage til lige saa stabile Renteforhold paa Kapitalmarkedet som dem, der herskede, før det blev moderne at drive »open market operations«.

Det vil altsaa ikke være ønskeligt og næppe heller muligt at udligne et Clearingoverskud ad rentepolitisk Vej. Tilmed akkumuleres jo et saadant Overskud, saa Ligevægten paa længere Sigt først er tilvejebragt, naar det er opbrugt. Det er derfor ikke nok, at Import og Eksport bringes til at balancere, men Overskudslandet maa en Tid lang have en passiv Byttebalance. Tilbage staar imidlertid at omtale Mulighederne for at tilpasse Debet og Kredit paa Clearingkontoen gennem *V a l u t a k u r s f o r a n d r i n g e r*. Nogen automatisk Ændring i Vekselkursen som Følge af Uligevægten paa Clearingbalancen kan i Reglen ikke indtræffe. De fleste Clearing-aftaler er ikke rene Betalingsaftaler, men kombinerede Handels- og Betalingsoverenskomster, hvis nærmere Bestemmelser om de indførte og udførte Varers Mængde og Pris bygger paa en aftalt fast Afregningskurs. En Ændring heri kan kun ske ved Overenskomst, og samtidig er Forudsætningerne for hele Handelsaftalen forandrede, og der maa paany tages Stilling til Handelens Omfang og Værdi med det ændrede Kursgrundlag. At en Forandring af saadanne Clearingkurser er en mere kompliceret Sag end den automatiske Tilpasning ved Ændringer i en fri Valutas Kurs, har man i Erindring fra Kronehævningen den 23. Januar 1942.

Der knytter sig valutapolitisk den store Interesse til denne Kronehævning, at den modbeviser den Opfattelse, at selve Clearingsystemet skulde være uforeneligt med Tilpasning over Kursændringer. Ikke mindst fra tysk Side har ellers baade Teoretikere og politiske Talsmænd i Reglen fremhævet den fuldstændige Valutakursstabilitet som en af de afgørende Fordele, man vilde opnaa gennem Clearingen.

En Ting er imidlertid, at der ved Aftale kan indføres saadanne Ændringer i Vekselkursen. Men noget andet er, om Clearingsystemet ogsaa kan tillade ensidige, eventuelt ogsaa automatisk fremkaldte Kursvariationer. I og for sig kan Clearingbegrebet næppe siges at udelukke noget saadant. Clearing er en Betalingsteknik, der erstatter det frie Valutamarked med dets automatiske samtidige Udligning af alle Landes forfaldne internationale For-



dringer med en organiseret, som Regel tosidig Modregning af alle saadanne Krav, som efter Aftale er underkastet denne Afregningsmaade. Det centrale Princip i Clearingen er, at internationale Betalinger skal effektueres gennem rent indenlandske Overførsler i de to Landes Pengeenheder fra Importøren til Eksportøren med en Clearingkonto i hvert Land som Mellemed. I sig selv er dette Princip uforeneligt med Begreber som Valutaarbitrage og »fri Valuta«. Det forudsætter et kontrolleret og monopoliseret Valutamarked. Men det bygger ikke med Nødvendighed paa en autoritativ Kursfastsættelse. Der kan intet være i Vejen for, at Clearing benyttes, uden at der samtidig er truffet detaillerede Bestemmelser om Handelsens Art og Værdi. Man kunde tænke sig det forbundet med rummelige Handelsaftaler, som kun angav visse Retningslinier for Samhandelen, og som derfor ikke var afhængige af nogen aftalt Valutakurs. I saa Fald kunde et Clearingoverskud udløse automatiske Tendenser henimod Ligevægt ved at bevirke et Fald i den rigeligt tilstedeværende Clearingvalutas Værdi, indtil denne Kursforskydning blev stor nok til at ændre Varebevægelserne i Retning af Ligelighed. Som Bevis for, at et saadant System lader sig praktisere, kan henvises til Tysklands Handel med Sydamerika i Midten af 30'erne. Den byggede paa den saakaldte Aski-Mark, der ligesom en egentlig Clearingvaluta kun kunde bruges til Køb af Varer i Tyskland. Da imidlertid den tyske Import fra de sydamerikanske Stater var i kraftig Opgang i disse Aar, kneb det for Tysklands Afsætning at følge med, og der opstod i Sydamerika Tilgodehaver, som bevirkede, at Aski-Marken laa 10 à 30 pCt. under den officielle internationale Markkurs. Dette virkede som en Eksportpræmie for tyske Varer og en Bremse paa sydamerikanske Producenters Lyst til at sælge i Tyskland, og Resultatet blev altsaa en Tendens mod Balance paa Kontoen, omend kun over et længere Løb.

Der vilde være flere Fordele forbundet med et saadant System. Det vilde betyde en Opspaltning af et Lands Valutamarked i et Delmarked for hvert Land, hvormed der var Samhandel, og derigennem muliggøre en Differentiering af Valutakurserne og en Bevægelighed i deres Niveau uden at bringe Valutaens Værdi som saadan i samme Fare som paa et næsten ukontrollabelt internationalt Valutamarked.

Blandt de andre Fordele, som et tosidigt Clearingsystem med svingende Valutakurser kunde frembyde, maa nævnes, at det eo ipso vilde betyde Kontrol med Kapitalbevægelserne og Begrænsning

af deres Omfang. For Handelen vilde det medføre Mulighed for Lempelse og gradvis Ophævelse af Importreguleringen.

Heroverfor vilde staa Ulemperne ved svingende Kurser. Imidlertid behøvede de ikke at skifte fra Dag til Dag, men kunde meget vel lægges fast for længere Perioder, saa de kun blev ændret, naar Ligevægtens Opretholdelse gjorde det nødvendigt, men saaledes at Forandringer i Valuta- eller Guldreservernes Størrelse tog Stødet af i det korte Løb. En saadan Ordning byder i Virkeligheden den internationale Handel tilstrækkeligt stabile Vilkaar. Derimod vilde Systemet lide af de alvorlige Ulemper, der knytter sig til enhver Form for bilateral Handel. At to Landes Betalinger skal kunne gaa ud mod hinanden, strider nu engang mod den internationale Handels iboende Trang til at betragte hele Verden som sin Arbejdsplads. Det er med Rette blevet sagt, at som Danmarks Økonomi er bygget op, er alle fem Verdensdele vort Livsrum. Vi oplevede allerede i Slutningen af 30'erne en Forsmag paa de Vanskeligheder, som den bilaterale Clearinghandels tiltagende Omfang maatte berede et Land, der køber sine Raastoffer fra oversøiske Lande og er nødt til at betale dem i fri Valuta. Derfor maa vi maaske med større Interesse end de fleste andre europæiske Lande imødesee den fremtidige Virkeliggørelse af Statssekretær, Dr. Landfrieds Forsikring om, at »ein Guthaben in Berlin wird nach dem Kriege überall verwertbar sein, nicht nur in Europa, sondern in der ganzen Welt.« (»Der Vierjahresplan« 1941, S. 562). —

Man er fra tysk Side klar over den tosidige Handels Skavanker og har derfor ogsaa været inde paa den Tanke at udbygge Clearing-systemet til en flersidig Clearing med et fælles Kontor i Berlin. Jeg skal ikke udtale mig om de politiske Chancer for, at noget saadant kan blive til Virkelighed, men vil blot fremhæve, at en mangesidet Clearing kan organiseres paa i alt Fald to meget forskellige Maader.

Den kan være et vigtigt Middel til at sammensvejsede en Række Landes Økonomi mere eller mindre til et Hele under en fælles planøkonomisk Ledelse. Hvis det centrale Clearingkontor ikke indskrænker sig til rent bogholderimæssige Funktioner, men følger bestemte Retningslinier ved Fordelingen af Indkøbstilladelser, Kreditgivning o. s. v., har man samtidig skabt et overnationalt økonomisk Organ med vidtgaaende Beføjelser, og man har i vid Udstrækning gjort de enkelte Landes — navnlig naturligvis de smaa Staters — valutapolitiske Selvbestemmelsesret illusorisk. Jeg skal ikke benægte, at et saadant System kan være særdeles effektivt ud fra bestemte Synspunkter, men givet er i alt Fald, at det i langt

højere Grad end Guldfoden eller noget som helst andet Valuta-system, man kender, vil være i Strid med det enkelte Lands Ønske om at kunne føre en autonom national Konjunkturpolitik, og det er jo netop dette Ønske, der for adskillige tyske Økonomer har været det vigtigste Grundlag for Kritikken af de ældre Former for Valutapolitik.

At Clearingprincippet saaledes kommer i Strid med sine egne Forudsætninger er for mig at se en naturlig Følge af en logisk Brist i selve disse Forudsætninger. Saaledes er der Fare for, at den grundlæggende Tanke om at føre en uafhængig national Konjunkturpolitik bliver en Illusion, saa snart det drejer sig om Lande med nævneværdig Udenrigshandel. Det kunde ganske vist se ud, som om det i 1930'erne lykkedes Tyskland at virkelig-gøre Tanken netop i Kraft af Clearingaftalerne. Gennem Handels-overenskomster med oversøiske og europæiske Leverandører af Raastoffer og Landbrugsvarer blev der skabt Grundlag for en stigende Import, uden at Markens formelle Stabilitet blev berørt. Da Eksporten af tyske Varer havde vanskeligt ved at holde Trit med Importen, opstod der Clearingsaldi, som var Udtryk for de andre Landes Bidrag til Finansieringen af Tysklands Ekspansion.

Erfaringerne fra denne Periode kan imidlertid ikke lægges til Grund for en generel Bedømmelse af Clearingprincippets Forenelighed med den autonome Konjunkturpolitik. De andre Landes Af-sætningsvanskeligheder under Verdenskrisen i Forbindelse med, at Tyskland var det første store Land, der konsekvent praktiserede Clearing i Handelspolitikken Tjeneste, gjorde Vilkaarene gunstige fra et tysk Synspunkt, end de normalt vilde være. Og for et Land som Danmark medførte den stigende Clearingomsætning med Tyskland ganske vist betydelige Fordele for Landbruget, men samtidig voksende Vanskeligheder ved at fremskaffe fri Valuta til Dækning af Raastofimport, Renteydelser etc. Denne Tilstand var saaledes ikke stabil, og den bød os desuden temmelig begrænsede Muligheder for at ordne den indenlandske Økonomi efter vort eget Hovede, navnlig da ogsaa England praktiserede den bilaterale Handels Princip. Allerede i 1935 havde disse Bestræbelser fra Englands og Tysklands Side bundet vor Frihed til at begrænse Importen af færdige Industrivarer i en saadan Grad, at man maatte bremse den Ekspansion i Anlægsvirksomheden og Nedgang i Arbejdsløsheden, som Konverteringsperiodens lave Rente havde skabt. Man saa det paradoksale Resultat, at en planøkonomisk Handelspolitik gjorde en planøkonomisk Valutapolitik delvis uanvendelig, saa man i Ste-

det maatte gribe tilbage til det liberalistiske Middel at forhøje Renteniveauet. Denne Udvikling er et Eksempel paa, at Reguleringsformer, som det ene Land med Held kan bruge som Støtte for en Ekspansionspolitik, ofte kan komme i Strid med andre Landes Ønsker om at skabe større indenlandsk Aktivitet.

Et mangesidigt Clearingsystem behøver imidlertid ikke med Nødvendighed at være Led i en overnational Planøkonomi. Det kan ogsaa tænkes indrettet som en uafhængig international Institution, der administreres rent bogholderimæssigt omtrent som Likvidationskassen paa en Terminsbørs eller Nationalbankens Checkclearing. Det vilde paa en Maade være Clearingtankens Fuldkommengørelse paa de internationale Betalingers Omraade. Men for det første forudsætter Virkeliggørelsen af en saadan Plan en saa høj Grad af international Tillid og Vilje til Samarbejde, at ogsaa Valutasystemer, der teknisk set maaske var mindre fuldkomne, saamænd kunde trives helt tilfredsstillende i et saa gunstigt Klima. Og for det andet ser jeg egentlig ikke, at man ved en saadan Clearingordning er kommet Løsningen af Valutapolitikens egentlige Problem ret meget nærmere. Hvis der opstod Saldi i den ene eller anden Retning, kunde man udligne dem ved Hjælp af Guldet eller ved Kreditgivning. Det lod sig maaske nok arrangere paa en eller anden Maade, men det er, som jeg før har berørt, den mindst interessante og betydningsfulde Side af Sagen. Det afgørende Problem maa nemlig være, hvordan man fjerner selve Aarsagerne til, at saadanne Saldi opstaar og bliver varige. Det er ikke den midlertidige Udligning af et Deficit, men selve Tilpasningen til en ny stabil Ligevægt, det kommer an paa. Og dette Spørgsmaal maa løses uafhængigt af, om man betragter Guldforførselser, Kreditydelser eller Konteringer i et Clearinginstitut som den teknisk set bedste Udligningsmaade.

Hvad angaar de Midler, der kan tages i Brug for at gennemføre den fornødne Tilpasning til ændrede Udbuds- og Efterspørgselsforhold paa Valutamarkedet, er hverken Rentepolitik, Importregulering eller svingende Valutakurser i sig selv ideelle Instrumenter at spille paa under moderne Samfundsforhold. Renteforandringer paavirker i højere Grad Aktivitetens Omfang end Konkurrenceevnen overfor Udlandet. Importregulering er en bureaukratisk og internationalt uheldig Fremgangsmaade. Og svingende Valutakurser virker ikke altid tilstrækkelig hurtigt. Man gør derfor klogt i at udvide Begrebet Valutapolitik til at omfatte Foranstaltninger, der hidtil maaske har hørt hjemme under Socialpolitik eller inden-

landsk Pris- og Pengepolitik eller i en anden af de Baase, man mer eller mindre vilkaarligt har delt Nationaløkonomien op i. I saa Fald kunde man eventuelt komme til en Valutapolitik, der bestod af følgende Ingredienser: Herredømmet over de internationale Kapitalbevægelser maatte bevares for at undgaa de risikoorienterede, panikskabende Overførsler af kortfristet Pengekapital. Varebevægelserne skulde kunne gives helt eller næsten fri. Forskydninger mellem Udbud og Efterspørgsel efter Valuta kunde paa kort Sigt imødegaas ved Hjælp af Guld- og Valutareserver, men vilde med Mellemrum resultere i ændrede Valutakurser. Gennem Kontrol med Lønniveauet og andre Indtægts- og Omkostningselementer maatte man da saa vidt muligt sikre sig, at saadanne Kursændringer ikke neutraliseredes af tilsvarende Forskydninger indenlands, saa Resultatet f. Eks. blev en »Skrue uden Ende« mellem skiftevis stigende Valutakurser og Pengeomkostninger. Man vilde ved en Kombination af saadanne Metoder give Handelen nogenlunde Stabilitet og Bevægelsesfrihed og undgaa rent spekulative Valutakursforskydninger, men samtidig bevare en Mulighed for at tilpasse Indlandets Økonomi til Udviklingen andetsteds gennem kontrollerede Ændringer i Valutakurserne.

Jeg er fuldt paa det rene med, at en Fortsættelse af disse Spekulationer meget snart vilde føre Ræsonnementerne helt op i Fantasiens tynde Luftlag, hvor Tankerne ganske vist ikke faar ret megen Gnidningsmodstand at overvinde, men hvor til Gengæld Virkelighedens Vilkaar efterhaanden fortoner sig. Jeg skal derfor lade det blive ved disse Antydninger, der egentlig kun har haft til Formaal at understrege, at det efter min Opfattelse ikke er selve Valutafregningsmetoderne imellem Landene, der bliver det vanskeligste Problem at klare under den kommende Genopbygning af Verdensøkonomien. Det bliver derimod Tilvejebringelsen af en nogenlunde automatisk virkende Forbindelse mellem Betalingsbalancen og Landenes indre Økonomi, saaledes at de uundgaaelige Forstyrrelser af den valutariske Ligevægt kan overvindes uden alt for megen Friktion og politisk Indblanding.

---