

Betalingsbalancen 1872-1972

Jørgen H. Gelting

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

I *Arbejds løn og Arbejds løshed* (kap. 14) pegede F. Zeuthen på stigningen i det gennemsnitlige arbejds løshedsniveau fra omkring 10 pct. i årene op til den første verdenskrig til omkring 15 pct. i 1920'erne og omkring 20 pct. i 1930'erne. Ved anden verdenskrig vendte tendensen og ledigheden faldt til et gennemsnitsniveau på ca. 10 pct. i 1950'erne og ca. 3 pct. i 1960'erne. De angivne delperioder inden for de sidste hundrede år viser også for den løbende betalingsbalances saldo karakteristiske forskelle. I de godt to snese år fra 1870'erne var der gennemgående underskud med stigende tendens til et niveau på 3-4 pct. af bruttofaktoriindkomsten i det sidste tiår før krigen; i 1920'erne - bortset fra de første efterkrigsår med store deficit - viste betalingsbalancens saldo kun forholdsvis små udsving, og i 1930'erne var der, efter de tidlige år med akut krise og store underskud, overskud på betalingsbalancens løbende poster, idet gældsafdrag oversteg den beskedne nye låneoptagelse; dette var også billedet i hovedparten af 1950'erne, hvor både muligheden for og villigheden til at låne i udlandet var lille, medens 1960'erne prægedes af omfattende låntagning til finansiering af gennemgående store og stigende underskud på betalingsbalancens løbende poster.

Denne oversigt kan sammenfattes dertil, at indenfor de sidste hundrede år har Danmark enten haft høj økonomisk aktivitet og vækst og samtidig underskud på de løbende transaktioner med udlandet eller udlignet (eller positiv) saldo af betalingsbalancens løbende poster, men samtidig relativt lav og stagnerende økonomisk aktivitet. Høj aktivitet og udlignet (eller positiv) betalingsbalancesaldo er ikke forekommet samtidig.

Det ligger snublende nær at indfortolke en økonomisk sammenhæng i samvariationen mellem indenlandsk aktivitetsniveau og betalingsbalancestilling, eventuelt med inddragelse af det internationale aktivitetsniveau, for at redegøre for sammenhængens niveauforskydning fra før til efter den anden verdenskrig. Makroøkonomisk korttidsanalyse - om den er relevant her - giver en enkel og velkendt redegørelse for, at den løbende betalingsbalances saldo varierer modsat den indenlandske økonomiske aktivitet, hvis variationer netop fremkalder variationerne i betalingsbalancesaldoen. Men denne sammenhæng kan - jfr. nedenfor - indgå som led i en feed-back mekanisme, hvor ændringer i betalingsbalancen via dels markedsreaktioner, dels økonomisk-politiske dispositioner fremkalder ændringer i forhold, der er bestemmende for den økonomiske

Betalingsbalancen 1872-1972

Jørgen H. Gelting

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

I *Arbejds løn og Arbejds løshed* (kap. 14) pegede F. Zeuthen på stigningen i det gennemsnitlige arbejds løshedsniveau fra omkring 10 pct. i årene op til den første verdenskrig til omkring 15 pct. i 1920'erne og omkring 20 pct. i 1930'erne. Ved anden verdenskrig vendte tendensen og ledigheden faldt til et gennemsnitsniveau på ca. 10 pct. i 1950'erne og ca. 3 pct. i 1960'erne. De angivne delperioder inden for de sidste hundrede år viser også for den løbende betalingsbalances saldo karakteristiske forskelle. I de godt to snese år fra 1870'erne var der gennemgående underskud med stigende tendens til et niveau på 3-4 pct. af bruttofaktoriindkomsten i det sidste tiår før krigen; i 1920'erne - bortset fra de første efterkrigsår med store deficit - viste betalingsbalancens saldo kun forholdsvis små udsving, og i 1930'erne var der, efter de tidlige år med akut krise og store underskud, overskud på betalingsbalancens løbende poster, idet gældsafdrag oversteg den beskedne nye låneoptagelse; dette var også billedet i hovedparten af 1950'erne, hvor både muligheden for og villigheden til at låne i udlandet var lille, medens 1960'erne prægedes af omfattende låntagning til finansiering af gennemgående store og stigende underskud på betalingsbalancens løbende poster.

Denne oversigt kan sammenfattes dertil, at indenfor de sidste hundrede år har Danmark enten haft høj økonomisk aktivitet og vækst og samtidig underskud på de løbende transaktioner med udlandet eller udlignet (eller positiv) saldo af betalingsbalancens løbende poster, men samtidig relativt lav og stagnerende økonomisk aktivitet. Høj aktivitet og udlignet (eller positiv) betalingsbalancesaldo er ikke forekommet samtidig.

Det ligger snublende nær at indfortolke en økonomisk sammenhæng i samvariationen mellem indenlandsk aktivitetsniveau og betalingsbalancestilling, eventuelt med inddragelse af det internationale aktivitetsniveau, for at redegøre for sammenhængens niveauforskydning fra før til efter den anden verdenskrig. Makroøkonomisk korttidsanalyse - om den er relevant her - giver en enkel og velkendt redegørelse for, at den løbende betalingsbalances saldo varierer modsat den indenlandske økonomiske aktivitet, hvis variationer netop fremkalder variationerne i betalingsbalancesaldoen. Men denne sammenhæng kan - jfr. nedenfor - indgå som led i en feed-back mekanisme, hvor ændringer i betalingsbalancen via dels markedsreaktioner, dels økonomisk-politiske dispositioner fremkalder ændringer i forhold, der er bestemmende for den økonomiske

aktivitet. Mellem de forskellige delperioder var der store forskelle med hensyn til den relative betydning af automatiske markedsreaktioner og offentlig intervention med måske det afgørende skel ved begyndelsen af 1930'erne. Som følge heraf havde betalingsbalanceproblemet - i såvel dets kortsigtede som langsigtede aspekter - en væsentlig forskellig karakter i den tidlige og sene del af hundredårsperioden.

Periodeinddelingen ovenfor udelader imidlertid de to krigsperioder 1914-1918 og 1939-1945. I disse to perioder, hvor kraftig udenlandsk efterspørgsel gik sammen med svigtende vare- og kreditudbud fra udlandet, opnåedes samtidigt både relativt højt indenlandsk aktivitetsniveau og betydelige overskud på betalingsbalancens løbende poster. Og den ledighed, som forekom i disse to perioder, var for en stor del en følge ikke af utilstrækkelig samlet efterspørgsel, men af exceptionel knaphed på med arbejdskraften koopererende ressourcer. Med inddragelse af de to krigsperioder kan man da hævde, at indenfor de sidste henved hundrede år har den danske løbende betalingsbalances saldo overvejende været i deficit, og at udlignet eller positiv saldo som regel kun er forekommet i perioder, hvor svigtende udenlandsk udbud af varer og/eller kredit har stillet sig i vejen for opretholdelsen af underskud.

Ind i dette mønster passer ikke sidste del af 1920'erne, hvor den løbende betalingsbalance viste moderate overskud, og hvor således den da stedfindende ekspansion af det internationale kapitalmarked ikke udnyttedes til at finansiere en dansk aktivitetsstigning. Kronens pariføring og den dermed sammenhængende restriktive pengepolitik havde sænket den forventede profitrate.

Det er venteligt, at i et lille land som Danmark med en betydelig udenrigsomsætning, vil blandt de umiddelbare årsager til aktivitetsændringer udefra kommende konjunkturimpulser spille den dominerende rolle. Det er imidlertid bemærkelsesværdigt, at i mange tilfælde, navnlig i mellem- og efterkrigstiden, hvor en forringelse af valutastillingen foranledigede kontraktive økonomisk-politiske indgreb, var baggrunden ikke et udenlandsk konjunkturfald, men vækst i valutaudgifterne i forhold til indtægterne som følge af indenlandsk ekspansion. Dansk økonomi har i efterkrigstiden vist en på baggrund af landets åbenbare udlandsafhængighed forbløffende økonomisk-politisk autonomi, forsåvidt som en stor del af aktivitetsfluktuationerne har været af indenlandsk oprindelse.

Inden for de senere års økonomiske teori har man blandt mekanismerne til international konjunkturforplantning lagt hovedvægten på den transmission af efterspørgsels- og indkomstændringer, der finder sted gennem variationer i den internationale handel, og man har i særdeleshed set eksportændringer som hovedmåden, hvorpå et land modtager andre landes aktivitetsændringer.

For Danmarks vedkommende er udviklingen i første del af 1930'erne et dramatisk eksempel herpå. Men i hovedsagen gælder det, at den traditionelle udenrigshandelsmultiplikatormodel ikke er et meget frugtbart udgangspunkt for analysen af den danske økonomis afhængighed af de internationale konjunkturer, fordi Danmarks eksport i lange perioder har været relativt lidet konjunkturfølsom. I denne henseende var konjunkturedgangen i begyndelsen af 1930'erne exceptionel, idet den ramte landbrugseksporten hårdt (og desuden medførte en langvarig indskrumpning af det internationale kapitalmarked).

Det er derfor forståeligt, at man ved drøftelse af den danske økonomis afhængighed af udlandets konjunkturer ofte har fremhævet konjunkturforplantningen via dels priserne og bytteforholdet i udenrigshandelen, dels penge- og kapitalmarkedernes tilstand.

I visse henseender er der tydelige ligheder mellem den danske økonomis konjunkturrelle variationsmønster før 1914 og efter 1950. Navnlig er i begge perioder de relative fluktuationer i importen større end i eksporten; og da variationerne i importværdien overvejende har været bestemt af indlandets aktivitetsændringer, har handelsbalancen og også saldoen af betalingsbalancens løbende poster været konjunkturmodløbende i relation til den indenlandske konjunktur: store underskud ved høj indenlandsk aktivitet.

Der er imidlertid den væsentlige forskel, at medens den danske konjunktur i perioden 1870-1914 var ret nøje synkroniseret med den internationale, har - som nævnt - dette ikke været tilfældet i de sidste tyve år.

Man får derfor ikke i efterkrigsperioden det typiske reaktionsmønster, som man kunne vente for en lille udlandsafhængig økonomi: at udlandets aktivitetsvariationer modtages overvejende gennem eksporten, hvis variationer går igen i importen, men i reduceret omfang, forudsat at summen af de indenlandske marginale udgiftskvoter er mindre end én; således at den indenlandske konjunktur synkroniseres med den udenlandske, og saldoen af betalingsbalancens løbende poster varierer konjunkturmedløbende.

Ganske vist var eksportudviklingen på grund af industrieksportens tiltagende betydning i højere grad end i tiden før 1914 præget af de internationale konjunkturer; men i virkningerne på den indenlandske økonomiske aktivitet, blev eksportudviklingen ofte overskygget af ændringer af den økonomiske politik.

I det udprægede internationale højkonjunkturår 1955 faldt aktiviteten i Danmark - som en følge af kontraktiv politik for at modvirke den forringelse af betalingsbalancen, der fulgte med de to foregående års aktivitetsstigning. For denne og senere aktivitetsvariationer var det karakteristisk, at boligbyggeriet og de offentlige investeringer svarede for en meget betydelig del af den

samlede investerings variationer. De følgende års gradvise dæmpning af de internationale konjunkturer med lavpunkt i 1958 påvirkede den danske eksport forholdsvis svagt. Derefter medførte det internationale råvareprisfald kombineret med lav indenlandsk aktivitet 1955-1958 en på baggrund af de foregående års udvikling meget betydelig forbedring af betalingsbalancen, som atter udløste en aktivitetsstigning af usædvanlig styrke. Den stærke vækst i den indenlandske efterspørgsel ved begyndelsen af 1960'erne synes at have medført mindre vækst i industrieksporten end forventeligt på grundlag af udviklingen af udlandets efterspørgsel, hvilket formentlig også skete i 1964 og i 1969-70. Dette er - blot med landbrugseksport i stedet for industrieksport - et velkendt tema. Forløbet 1959-1963 lignede det tidligere 1952-1955: Efter en stærk forringelse af valutastillingen i 1962 fulgte en række kontraktive indgreb, som fik aktiviteten til at stagnere i 1963 og hidførte en stærk forbedring af betalingsbalancen, for en stor del dog modsvaret af reduktion af lagerbeholdningerne. Samtidig var aktiviteten som helhed fortsat stigende i udlandet. I den følgende stærke 1964-ekspansion var øget boligbyggeri og offentlige investeringer ledende faktorer. Men allerede det næste år skiftedes fra ekspansiv til tilbageholdende politik, nu samtidig med at den internationale konjunktur gik ind i en afsvækkelse, der varede til 1967. Aktiviteten i Danmark var relativt vigende med stigende ledighed frem til og med 1968, uden at dette dog gjorde noget synderligt indtryk på den løbende betalingsbalance; hvilket kun for en ringe del kunne forklares ved den bytteforholdsforringelse, som 1967-devalueringen medførte. En kreditudvidelse i vinteren 1968-69 lagde grunden til en brat ekspansion i 1969, efter at de udenlandske konjunkturer var vendt allerede i 1968. Forløbet i 1969 lignede meget 1964-ekspansionen, men fik sig særpræg bl.a. ved overgangen til kildeskat, der gjorde 1969 til skattefrit år. Følgen blev en ekstraordinær stigning i arbejdsudbuddet, som øgede den danske produktions udbudselasticitet og dermed begrænsede forringelsen af betalingsbalancen.

En ganske skematisk model kan gengive væsentlige træk af den danske økonomis reaktionsmønster i perioden siden 1950'ernes begyndelse ved at supplere makromodellen for en åben økonomi med relationer - eventuelt i form af trappefunktioner - til fastlæggelse af den økonomiske politik. I modellen bliver således de økonomisk-politiske instrumentvariable endogene variable. De for disse bestemmende funktionsargumenter vil være indikatorer for den økonomiske politiks mål: beskæftigelse, pris- og lønstigningstempo, antal nybyggede lejligheder etc., etc. og - ikke mindst - landets internationale likviditet. Mere dækkende ville det måske være at opfatte betalingsbalance og valutastilling ikke som en del af den økonomiske politiks målsætning, men som begrænsninger

på den økonomiske politik, sigtende mod at hverve stemmer til de politiske partier ved at tilbyde vælgerne de ting, de formodes at ønske såsom høj beskæftigelse, flere boliger, større sociale ydelser etc. I denne liste indgår næppe betalingsbalance og valutastilling, der spiller rolle som begrænsende betingelse. Når landets internationale likviditet falder under et vist niveau, skiftes fra ekspansiv til kontraktiv politik, og når derefter likviditeten stiger over en vis højere tærskelværdi, genoptages den ekspansive politik.

Selvom perioden er for kort til en kvantitativ præcisering, er det åbenbart og velkendt, at der fra 1950'erne til 1960'erne indtraf en udvidelse af den økonomiske politiks internationale spillerum. Blandt årsagerne hertil var udnyttelsen af de øgede muligheder for låntagning i udlandet og industrieksportens stærke absolutte og relative vækst formentlig af større varig betydning end forbedringen af bytteforholdet, som man oprindeligt var tilbøjelig til at lægge hovedvægten på, og som tog sig meget betydelig ud på baggrund af den forringelse, der var indtrådt i forbindelse med Suez-krisen 1956-57.

Konsekvensen af det internationale spillerums udvidelse var, at langvarigere og kraftigere ekspansion kunne opretholdes, inden forringelse af valutastillingen foranledigede kontraktive indgreb, således at den økonomiske politik fik mindre markant stop-go karakter. Samtidig tenderede industriens voksende eksportandel at synkronisere den danske konjunktur nærmere med udlandets.

1960'ernes kraftigere ekspansion og væsentligt højere aktivitetsniveau medførte imidlertid dels strukturelle forskydninger i den danske økonomi, jfr. nedenfor, dels at lønstigningstempoet øgedes betydeligt; og begge dele bidrog til atter at indsnævre det internationale spillerum for den økonomiske politik. Videre medførte reduktionen af den gennemsnitlige ledighed en indsnævring af det indenlandske spillerum for ekspansion. Medens 1960'ernes første ekspansion varede omkring fire år, blev 1964- og 1969-ekspansionerne hurtigt efterfulgt af kontraktiv politik, der dog i det sidste tilfælde var ret længe om at slå igennem.

Ligesom i efterkrigstiden var i perioden før 1914 importen mere instabil end eksporten. Men årsagerne var meget forskellige. I løbet af de godt 40 år fra begyndelsen af 1870'erne til første verdenskrig aftog både vareimportens og -eksportens år-til-år fluktuationer, men mest for eksporten, således at det navnlig var i den senere del af perioden, at eksporten var mere stabil end importen. I det mindste for en del beroede dette på landbrugseksportens omlægning fra korn til animalske produkter, som i tiltagende omfang medførte, at høstvariationer gav sig udslag i fluktuerende import snarere end eksport.

Hovedsagen var imidlertid en større konjunktursensitivitet af importen end



FIG. 1. Den løbende betalingsbalances saldo i procent af BFI. De anførte årstal markerer højkonjunkturrens slutår

af eksporten. I de fem konjunkturperioder (højkonjunktur til højkonjunktur) 1874-1913 var derfor det typiske forløb, at saldoen af betalingsbalancens løbende poster nåede sit minimum omkring højkonjunkturrens top og sit maksimum 2-5 år tidligere. Denne konjunkturmodløbende variation af den løbende betalingsbalances saldo beroede i højere grad på importmængdernes afhængighed af den indenlandske aktivitet, hvis udvikling ret nøje fulgte den internationale aktivitet (målt ved den internationale handel) end på variationerne i bytteforholdet, der viser mindre tydelig konjunkturafhængighed end mængderne. Niveauet for engrospriserne og specielt importpriserne fluktuerede imidlertid stort set i takt med udlandets konjunkturer. Bl.a. gennem importprisernes fluktuationer forplantedes udlandets konjunkturer til Danmark, således at variationerne i de importerede mængder tenderede at følge prisvariationerne som en konsekvens dels umiddelbart af skiftende prisforventninger, dels af med udlandets konforme aktivitetsvariationer i Danmark. Forventeligt måtte den omstændighed, at importprisernes variation spillede en fremtrædende rolle i konjunkturforplantningen til Danmark, tendere at dæmpe den danske økonomis konjunkturvariation, fordi ændrede importpriser og deraf følgende ændret bytteforhold via betalingsbalance og likviditet måtte tendere at udløse - omend med nogen forsinkelse - konjunkturimpulser, der var modsat rettet de af prisændringerne umiddelbart fremkaldte.

Som venteligt, afspejlede fluktuationerne i betalingsbalancen i den private sektors likviditet. Tilvæksten i bankernes indlån minus udlån nåede typisk sin

laveste værdi i højkonjunktorens topår, hvilket år eller kort derefter Nationalbankens diskonto kulminerede, medens kapitalmarkedets rente typisk nåede maksimum det samme år som diskontoen eller året efter. I sidste del af perioden - noget efter århundredskiftet - syntes sammenhængen mellem kort og lang rente at blive svagere. Allerede samtiden bemærkede, at de private pengeinstitutters vækst, deres mere omfattende forbindelser med udlandet, og i det hele kapitalimportens øgede omfang formindskede den indflydelse, som Nationalbanken kunne udøve gennem sin diskontopolitik.

Af større interesse er det måske at notere, at obligationsrentens konjunkturrelle variationer - i modsætning til dens langsigtede fald frem til midten af 1890'erne og den derpå følgende stigning - hovedsagelig beroede på en mellem ca. $\frac{1}{2}$ og $1\frac{1}{2}$ pct. varierende difference mellem renteniveauet i Danmark (af kreditforeningsobligationer) og udlandets lange rente (målt som et uvejlet gennemsnit af renten af lange statspapirer i England, Frankrig og Tyskland).

I én af konjunkturperioderne - 1883-91 - var renteforskellens indsnævring væsentligt større end i de øvrige, hvilket naturligvis hang sammen med konverteringerne - med udenlandsk støtte - i 1880'ernes anden halvdel, der atter havde baggrund i et vigende internationalt renteniveau. Både den danske og internationale konjunktur nåede sit lavpunkt i 1886. Danske import- og eksportpriser var faldende i omtrent samme forhold fra 1883 til 1886; men medens den samlede importværdi var faldende frem til 1886, steg i dette år landbrugs-eksporten moderat, således at den løbende betalingsbalance skiftede fra et underskud på omkring 3 pct. af bruttofaktoriindkomsten i hvert af årene 1883-85 incl. til et overskud på knap 2 pct. i 1886, hvorved likviditeten bedredes, og renten faldt.

De konjunkturrelle variationer i diskontoen og de i forhold hertil langt svagere og noget efterslæbende variationer i det danske kapitalmarkeds overrente afspejlede den skiftende belastning af det indenlandske penge- og kapitalmarked ved den løbende betalingsbalances konjunkturmodløbende variationer, men også de konjunkturrelle variationer i rentespredningen på de udenlandske kapitalmarkeder: Hvis man i et punktdiagram for de 40 år op til første krig markerer samhørende værdier af det danske kapitalmarkeds overrente og underskuddet på betalingsbalancens løbende poster (angivet i procent af BFI), finder man - i særdeleshed ved særskilt gruppering af perioderne før og efter 1890'ernes midte - en ret klar sammenhæng, således at overrente og betalingsbalanceunderskud varierer i samme retning. Den dominerende sammenhæng var formentlig den løbende betalingsbalancesaldos konjunkturmodløbende tendens, som ved begrænset elasticitet i udlandets efterspørgsel efter

danske statsobligationer og andre fordringer på Danmark måtte ventes at udvide renteforskellen under højkonjunktur. Da imidlertid aktiviteten i Danmark og i udlandet stort set varierede i takt, var det danske lånebehov typisk størst i perioder, hvor de udenlandske penge- og kapitalmarkeder var relativt anspændte, og hvor derfor rentestrukturen tenderede at udvise øget spredning. Til forøgelse af den danske overrentes variation bidrog i en række tilfælde den tidlige placering af statens udenlandske låneoptagelse: før århundredskiftet ved - under lavkonjunktur - konverteringer med udenlandsk støtte eller optagelse af lån i udlandet til konvertering af indenlandsk gæld; kort efter århundredskiftet og igen fra 1910 ved låneoptagelse i udlandet i år med relativt svag konjunktur, dels til jernbaneanlæg, dels til supplerende af relativt stagnerende skatteprovenu. Den automatiske finansreaktion forstærkede således renteforskellens konjunkturvariation.

Forventeligt ville vilkårene for dansk låntagning i udlandet være desto ringere, ikke blot desto større den aktuelle kreditefterspørgsel (udtrykt ved den løbende betalingsbalances underskud) var, men også desto stærkere tidligere låneoptagelse havde forringet kapitalstatus over for udlandet. Faktisk finder man, at i perioden fra 1880 til 1914 var den løbende betalingsbalances underskud negativt korreleret (ved et efterslæb på ca. to år) med kapitalstatus' trendafvigelse, således at en relativt positiv kapitalstatus ca. to år senere efterfulgtes af relativt stort betalingsbalanceunderskud, medens omvendt en relativt stærkt forringet kapitalstatus efterfulgtes af forholdsvis lille betalingsbalanceunderskud. Dette er i sig selv en plausibel økonomisk sammenhæng; men forbindelsen kan være et matematisk kunstprodukt: en regelmæssigt fluktuerende størrelse vil være negativt korreleret med sin egen sum en kvart periode-længde tidligere.

Som følge af både stigende udbud af realkreditobligationer i forhold til statsobligationer og lettere afsætning til udlandet af statsobligationer, var renten af kreditforeningsobligationer overvejende højere end af statsobligationer, hvis rente tættere fulgte udlandets renteniveau. Efter 1890'ernes konverteringer og efter, at tendensen i det internationale pris- og renteniveau var vendt fra faldende til stigende, øgedes kreditforeningsobligationernes overrente (i forhold til både renten i udlandet og renten af statsobligationerne) betydeligt omkring århundredskiftet. Stigningen indtrådte inden tilgangen af realkreditobligationer efter et lavpunkt i 1899 nåede et foreløbigt maksimum i 1902 og var formentlig først og fremmest en følge af de store underskud på den løbende betalingsbalance i årene 1898-1900 incl. Efter århundredskiftet og underkastet kun små år-til-år variationer reduceredes overrenten derefter gradvis. Som

følge heraf havde renten af kreditforeningsobligationer ikke den stigende trend, som samtidig gjorde sig gældende i udlandet. Fra århundredskiftet og frem til årene umiddelbart før første krig varierede den danske obligationsrente kun moderat omkring et niveau på ca. $4\frac{1}{2}$ pct., medens renten af lange statspapirer i England (consols) og Frankrig steg fra under 3 pct. til knap $3\frac{1}{2}$ pct. og i Tyskland fra ca. $3\frac{1}{2}$ pct. til ca. 4 pct.

Til renteforskellens indsnævring bidrog måske, foruden den øgede lethed, hvormed kapitalimporten foregik, realøkonomiske faktorer, som - hvis krigen ikke brat havde ændret landets økonomiske vilkår - ville have tenderet gradvis at nedbringe den løbende betalingsbalances underskud.

Den løbende betalingsbalances samvariation med aktiviteten siger intet om det gennemsnitlige niveau hvorom saldoen svinger - jfr. Jens Warmings (1909, s. 549) karakteristiske bemærkning, at fejlen ikke var, at der var underskud under højkonjunktoren, men at der ikke var tilsvarende overskud i årene med lav aktivitet.

Opgør man saldoen af de løbende poster som procent af bruttofaktoriindkomsten og udjævner de konjunkturelle variationer ved et glidende gennemsnit, finder man, at fra en situation med udlignet saldo omkring midten af konjunkturcyklen 1874-83 er der en først kraftigere og dernæst fra anden halvdel af 1880'erne langsommere stigning i de løbende posters underskud til et niveau på ca. 4 pct. af bruttofaktoriindkomsten for den sidste konjunkturcyklus før 1914. Som nævnt opstod der måske i de sidste år en tendensændring i retning af reducerede underskud. I procent af bruttofaktoriindkomsten var det løbende underskud i 1913 væsentligt mindre end underskuddet ved udgangen af hver af de to foregående konjunkturcykler. Formodningen om en tendensændring kan imidlertid støttes med mere substantielle argumenter end den hypotese, at hvis krigen ikke var kommet, ville den økonomiske aktivitet være afmattet efter 1913, således at dette år med rette kan betragtes som slutåret i en fuldført konjunkturcyklus¹.

De fortsatte og voksende underskud på den løbende betalingsbalance medførte voksende rentebetalinger m.v. af udenlandske tilgodehavender i Danmark og dermed voksende forskel mellem underskuddet på den løbende betalingsbalance og på vare- og tjenestebalancen. Allerede i nominelt beløb og end mere som procent af bruttofaktoriindkomsten viste vare- og tjenestebalancens underskud (ekskl. renter m.v.) faldende tendens efter århundredskiftet, hvorimod

1. Trods gunstigere vejrforhold var den samlede arbejdsløshed større i første halvår af 1914 end i første halvår 1913. Industrieretningen for 1914 omtaler mindre anspændt aktivitet på en del områder uden for byggeriet og tilknyttede fag.

det nominelle underskud, inkl. renter, viste stigende tendens, men ligesom underskuddet ekskl. renter med stærke fluktuationer.

Nettokapitalstatus over for udlandet var skiftet fra plus til minus ved begyndelsen af 1890'erne, og ved indgangen til den første krig androg udlandets nettotilgodehavender godt to femtedele af den årlige bruttofaktorindkomst. Dette indebar, at ved uændret størrelse af det årlige underskud på betalingsbalancens løbende poster i forhold til bruttofaktorindkomsten og konstant årlig vækstrate for bruttofaktorindkomsten ville nettogælden fortsat vokse i forhold til bruttofaktorindkomsten. Hvis underskuddet på betalingsbalancens løbende poster står i et konstant forhold, d , til bruttofaktorindkomsten, og den nominelle bruttofaktorindkomst årligt vokser med en konstant rate, g , vil forholdet mellem nettogæld og bruttofaktorindkomst gradvis nærme sig til forholdet

$$\frac{D}{BFI} = \frac{d}{g}.$$

Fra århundredskiftet og op til den første krig voksede den nominelle bruttofaktorindkomst gennemsnitligt med ca. $4\frac{1}{2}$ pct. p.a. Hvis væksten var fortsat i dette tempo, og det løbende betalingsbalancedeficit havde holdt sig på ca. 4 pct. af bruttofaktorindkomsten, ville således forholdet mellem nettogæld til udlandet og årlig bruttofaktorindkomst med aftagende hast have nærmet sig til knap 0,9 eller mere end det dobbelte af forholdet i årene kort før krigen.

Hvis den årlige afkastrate, i , på udlandets nettotilgodehavende holdt sig konstant, ville vare- og tjenestebalancens underskud i forhold til bruttofaktorindkomsten gradvis nærme sig til:

$$\frac{M - X}{BFI} = \frac{d}{g} (g - i).$$

Hvis således det årlige afkast af udlandets nettotilgodehavender havde holdt sig på 4 pct., bruttofaktorindkomsten fortsat var steget med $4\frac{1}{2}$ pct. p.a., og underskuddet på betalingsbalancens løbende poster var stabiliseret ved 4 pct. af bruttofaktorindkomsten, ville merimporten af varer og tjenester gradvis være faldet ned mod knap en halv procent af bruttofaktorindkomsten.

Dette er naturligvis ikke at forstå som en argumentation for, at der ingen varig fordel var at opnå ved låntagning i udlandet, ej heller er det en art ligevægtsteori for gældsættelsen.

Det er nærliggende at opfatte forskellen i renteniveauet mellem Danmark og de lande, fra hvilke vi importerede kapital, som reflekterende en forskel i forventet afkastrate, dvs. i fordelagtigheden af investering. Delvis beroede denne forskel på forskellig økonomisk politik. Navnlig er det åbenbart, at hvor man reagerede på det internationale kornprisfald med landbrugsprotektionis-

me, udeblev den investeringsforøgelse til den kapitalkrævende omlægning af landbrugsproduktionen, som indtrådte her i landet; men også den deraf følgende produktivetsforøgelse udeblev. Videre er det sandsynligt, at den form udviklingen af det danske kreditsystem og specielt realkreditten tog, befordrede kapitalimporten. For så vidt dette system sammenlignet med forholdene i udlandet gav private låntagere relativt gunstige vilkår, har virkningen været analog virkningen af en renteskat pålagt i udlandet, men ikke i Danmark. Videre må det danske realkreditsystem have befordret en udvikling mod større økonomisk lighed, dels ved at lette adgangen til ejendomsbesiddelse og udøvelse af selvstændig erhvervsvirksomhed, dels ved - da landbrugs- og boligproduktion var de to sektorer, der især drog fordel af realkreditten - at holde priserne på fødevarer og boligbenyttelse relativt lave. I konsekvens heraf ville ved samme nominelle indkomstfordeling realindkomstfordelingen være mindre ulige i Danmark end i andre lande. De forholdsvis lave fødevarerpriser var dog naturligvis en følge først og fremmest af fraværet af landbrugsprotektionisme.

I samtidens debat fremførtes argumenter og synspunkter som også i nutiden har spillet en fremtrædende rolle. Klager over for stort privat og offentligt forbrug (samt offentlig, også specielt kommunal, gældstiftelse) og for lille opsparing; heroverfor henvisninger til, at handelsstatistikken ikke i særlig grad bar præg af større forbrug, og at kapitalimporten modsvarede af øgede investeringer, hvis rentabilitet og bidrag til valutaindtjeningen dog på den anden side måtte forekomme usikker; klager over lønstigninger, der dels svækkede konkurrenceevnen, dels ved forskydning af fordelingen øgede forbruget og mindskede opsparingen, og heroverfor henvisning til, at udviklingen i rentabilitet og industriproduktion ikke tydede på, at lønniveauet var for højt. Endelig, navnlig efter århundredskiftet, beklagelser og advarsler mod den afhængighed af udlandet, hvori Danmark bragte sig ved den fortsatte låneoptagelse².

Ejendommeligt nok var det dengang som senere kun sjældent, at der henvi-

2. Der kan henvises til følgende bidrag til *Nationaløkonomisk Tidsskrift* - for en stor del gengivelser af foredrag og diskussioner i foreningen: M. Levy, 1875, s. 95; W. Scharling, 1875, s. 306; M. Levy, 1884, s. 417, med påfølgende diskussionsindlæg af V. Falbe-Hansen og Rubin, samt i den følgende årgang, s. 73, Tietgen; W. Scharling, 1897, s. 401, efterfulgt af diskussion s. 587 med bidrag af bl.a. E. Meyer s. 594; W. Scharling 1898, s. 321, og samme 1908, s. 71; M. Koefoed, 1909, s. 225; P. Casse, 1909, s. 317; J. Warming, 1909, s. 529; C. Thalbitzer, 1912, s. 238. Yderligere skal kun anføres fra *Tilskueren* V. Falbe-Hansen 1886, s. 16 og 268 samt 1911 bidrag af C. Thalbitzer med kommentarer fra V. Falbe-Hansen og E. Meyer.

Bidrag af W. Scharling i *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 1883, s. 1, og af N. Neergaard i *Tilskueren* 1890, s. 513, er interessante ved at udtrykke skepsis med hensyn til landbrugseksportens fremtidsmuligheder.

stes til betydningen af variationer i udvandringen og den i modsat takt varierende befolkningstilvækst. Særlig oplysende er i denne henseende en betragtning af udviklingen i 1890'erne. I store træk svarede forløbet over tiden 1870-1914 af den danske udvandring til forløbet af den samlede indvandring til U.S.A., hvilket giver en vis støtte til den antagelse, at vandringerne fortrinsvis har været bestemt af vilkårene i indvandringslandene og særlig U.S.A.

Efter i nogle år at have andraget ca. 8.000 pr. år faldt den danske oversøiske udvandring brat i 1894 og udgjorde ifølge den danske statistik mellem 2.000 og 4.000 årligt i årene 1894-1900 inkl.; det tidligere niveau nåedes først igen fra og med 1903, og - bortset fra et stærkt fald i 1908 - lå antallet derefter på 8.000 à 9.000 i årene op til krigen. Den fornyede stigning fra 1900 kommer i Danmark noget senere end væksten i den samlede amerikanske indvandring, hvilket måske har beroet på de markant forbedrede økonomiske vilkår, ikke mindst for arbejderne, i Danmark i 1890'ernes sidste del.

Modsvarende faldet i udvandringen steg befolkningstilvæksten fra 7-8 promille p.a. i årene 1889-1893 til 13-14 promille p.a. i anden halvdel af 1890'erne, for derefter at falde moderat til et interval omkring 12 promille p.a. i de følgende år. I løbet af de seks år fra 1/1 1894 til 1/1 1900 voksede befolkningen med ca. 180.000 mod kun ca. 100.000 i den foregående seksårsperiode 1888-1894. Af forskellen svarede reduceret udvandring og større fødselsoverskud hver umiddelbart for omkring halvdelen. Men, på grund af de udvandrede aldersfordeling, medvirkede lavere udvandring til at forøge fødselsoverskuddet. Og da det særlig var personer inden for den yngre del af de aktive aldersklasser, der udvandrede, medførte udvandringens nedgang i den senere del af 1890'erne forholdsvis stærkere forøgelse af nytilgangen af arbejdskraft end af den samlede befolkningstilvækst. Årene med stærk ændring i udvandringen var ikke sammenfaldende med folketællingerne, som derfor giver et afsvækket billede af forskydningerne. Alligevel er det værd at notere, at medens antallet af 20-29 årige mænd faldt med knap 1 promille p.a. fra 1880 til 1890, steg det med næsten to procent p.a. 1890-1901. I det følgende ti-år 1901-1911 faldt væksten til godt én procent p.a. (For de 20-69 årige mænd er der også en stærk stigning i tilvæksten fra første til anden periode, nemlig fra 0,55 pct. p.a. 1880-90 til 1,1 pct. p.a. 1890-1901; men derefter indtraf en yderligere stigning til 1,3 pct. p.a. 1901-11, idet de talstærke yngre aldersgrupper rykkede op inden for den videre aldersgruppe. - Endelig kan nævnes, at medens antallet af vielser fra 1888-93 til 1894-99 steg 12 pct., steg det fra 1894-99 til 1900-05 kun godt 6 pct.).

Sammen med udlandsvandringerne ændredes også de indenlandske vandringer, idet befolkningstilvæksten i provinsbyerne, navnlig i Jylland, øgedes i

forhold til hovedstadens. Omtrent samtidig med forøgelsen af arbejdsudbuddets tilvækst ved faldet i udvandringen bidrog forskellige forhold til en forøgelse af den samlede aktivitet og således af efterspørgslen efter arbejdskraft. Prisfaldet standsede ved midten af 1890'erne og afløstes derefter af prisopgang. Til at begynde med synes den ændrede prisudvikling ikke at have ændret bytteforholdet nævneværdigt, men i 1897 bedredes det kraftigt ved en varig eksportprisstigning, der først et par år senere neutraliseredes ved højere importpriser. Fra 1892 og fire år frem var renten faldende på både penge- og kapitalmarked som følge af dels det fortsatte internationale rentefald, dels hjemlige konverteringsbestræbelser. Og i løbet af 1890'erne øgedes de offentlige udgifters stigningstakt mærkbart.

Den kraftige ekspansion i anden halvdel af 1890'erne³ viste sig både i en betydelig vækst i bolig- og erhvervsbyggeriet, i antallet af nyoprettede virksomheder og i det stærkt voksende antal industrielle arbejdere. Som venteligt på baggrund af den demografiske udvikling fandt en større del af 1890'ernes ekspansion sted uden for hovedstaden end i tiden såvel forud som senere. Det er bemærkelsesværdigt, at endskønt væksten i de indførte mængder af konjunkturfølsomme importvarer, som trælast og stang- og båndjern, vidner om en kraftig aktivitetsstigning, blev den løbende betalingsbalance først i 1898 forringet og da betydeligt - en udvikling, der kræver forklaring ud over det bidrag, bytteforholdets ændringer kan yde. Dernæst, baseret på de nationalregnskabsberegninger (og med indregning af skønnede tal for lager- og besætningsforøgelser) som er foretaget i de senere år, skulle der fra første til sidste del af 1890'erne være sket næsten en fordobling af opsparingskvoten fra ca. 7 pct. til omkring 12 pct. Tallene er naturligvis yderst usikre; men om hovedtendensen kan der næppe herske megen tvivl, og på grundlag af den førømtalte ændring af befolkningsudviklingen tegner der sig et relativt klart og sammenhængende billede. Arbejdsudbuddets øgede vækst, først og fremmest uden for hovedstaden, muliggjorde en relativt stærk og langvarig udvidelse af aktiviteten, inden der fremkom en mærkbar forøgelse af knapheden på arbejdskraft. Oplysninger om lønudviklingen tyder på, at af den samlede lønstigning 1894-98 fandt en uforholdsmæssig stor del sted i det sidste år. Dette er bedre dokumenteret for hovedstaden end for provinsen, men gælder sandsynligvis begge områder (Pedersen 1930 og Trap 1900). I de foregående år var reallønnen steget betydeligt, og med et væsentligt øget arbejdsudbud har beskæftigelsen en tid lang kunnet vokse uden kraftige lønstigninger. Selvom naturligvis den samlede reallønssum er steget

3. Jfr. Hansen (1970) og Willerslev (1954).

føleligt, må indkomstfordelingen frem til og med 1897 antages at være forskudt over til en større andel til profit og mindre til løn. Herved er den gennemsnitlige opsparingskvote øget. Forøgelsen har dog - hvis tallene er blot tilnærmelsesvis korrekte - været for stor til at kunne forklares alene ved en forskydning i indkomstfordelingen. Periodens betydelige realindkomststigning må antages at have medført en øget opsparingstilbøjelighed hos både lønmodtagere og foretagere, hvortil for de sidstnævnte kan have bidraget, at der i kraft af den ændrede prisudvikling opstod uforudsete gevinster. De store lønstigninger fra 1898 og dernæst konjunktursvækkelsen kan helt eller delvis have redresseret fordelingen mellem løn og profit. Den summariske opsparingskvote synes at have været moderat faldende i den første halve snes år af det ny århundrede, hvorefter en fornyet - og måske mere end konjunktural - stigning skulle have fundet sted, muligt delvis beroende på sammenhænge mellem bruttoopsparingskvote og investeringsstruktur, jfr. nedenfor.

En simpel model for en åben økonomi ved faste valutakurser kan tjene til at belyse nogle af de foran diskutererede sammenhænge:

1. $Y = D + X$; faktorindkomsten udgøres af indenlandsk forbrug og investering D samt vare- og tjenestebalancens saldo X .
2. $D = D(Y, i, W)$; forbrug plus investering afhænger af faktorindkomsten, renten og lønnen. $D_Y > 0$; $D_i < 0$. Om D_W er positiv eller negativ afhænger af, om forbrugs- eller investeringsreaktionen (der kan ventes normalt at være modsatrettede) på en ændring af W er den overvejende.
3. $X = X(Y, W)$; $X_Y < 0$; $X_W < 0$.
4. $i = i(X)$; $i_X < 0$, dvs. en betingelse for ligevægt er at - ved givent udenlandsk renteniveau - har renten en sådan højde, at kapitaleksporten, der selvsagt kan være (og i Danmark var) negativ, svarer til X .
5. $W = W(Y, A)$; lønnen afhænger af efterspørgslen efter arbejdskraft målt ved Y , og arbejdsudbuddet; $W_Y > 0$; $W_A < 0$. Efterspørgselsreaktionen på en ændring af W fremkommer gennem (2) D_W og (3) X_W .

Man har da

$$\frac{dY}{dA} = \frac{[D_W + X_W (1 + D_i i_X)] W_A}{1 - D_Y - (1 + D_i i_X) (X_Y + X_W W_Y) - D_W W_Y}$$

$$\frac{dW}{dA} = \frac{[1 - D_Y - X_Y (1 + D_i i_X)] W_A}{1 - D_Y - (1 + D_i i_X) (X_Y + X_W W_Y) - D_W W_Y}$$

$$\frac{dX}{dA} = \frac{[X_Y D_W + X_W (1 - D_Y)] W_A}{1 - D_Y - (1 + D_i i_X) (X_Y + X_W W_Y) - D_W W_Y}$$

De ret plausible antagelser $D_Y = 1$ og $D_W = 0$ forenkler disse udtryk til:

$$\frac{dY}{dA} = \frac{-X_W W_A}{X_Y + X_W W_Y} > 0$$

$$\frac{dW}{dA} = \frac{X_Y W_A}{X_Y + X_W W_Y} < 0$$

$$\frac{dX}{dA} = 0$$

Altså, hvis ved given rente og aktivitet lønhøjden (og reallønnen må variere med pengelønnen) er neutral med hensyn til samlet forbrug plus investering, og hvis marginal opsparings- og investeringskvote er lige store (dette er hvad $D_Y = 1$ indebærer), vil ændring af arbejdsudbuddet ikke ændre vare- og tjenestebalancens saldo, idet påvirkningen af denne gennem ændringer af beskæftigelse og løn vil gå op mod hinanden. Bemærk at modellen på enkel - om man vil primitiv - måde kombinerer absorption og elasticity aspects. $D_W = 0$ og $D_Y = 1$ indebærer netop, at X ikke kan ændres ved ændring af løn og aktivitet, fordi absorption er konstant i forhold til output.

I makroøkonomisk lærebogsteori forudsættes det sædvanligvis explicit eller implicit som noget selvfølgelig (hvad det langt fra er), at $D_W > 0$ og $D_Y < 1$. I så fald bliver $dX/dA > 0$. I særdeleshed gælder dette også i det ret perverse tilfælde, hvor D_W er så meget større end $-X_W$, at $dY/dA < 0$. Hvis på den anden side $D_W < 0$, hvilket er rimeligt for værdier af W over en vis grænse, og $D_Y = 1$, da bliver $dX/dA < 0$, fordi større arbejdsudbud via lønnen stimulerer investeringen og dermed aktiviteten stærkt. Ligeledes, hvis $D_W = 0$ og $D_Y > 1$ (men ikke nok til at gøre multiplikatornævneren negativ), bliver $dX/dA < 0$, fordi der udløses tendens til overekspansion. Det er for at sikre stabilitet af den enkleste, lukkede Keynes-model at det sædvanlig forudsættes at $D_Y < 1$.

Mange momenter indgår i D_W , i særdeleshed: forbrugstilbøjelighedens afhængighed af indkomstfordelingen; ændret profits umiddelbare tendens til at ændre investeringen i samme retning; substitutionseffekten på investeringen af ændret realløn. Uden for modellen falder vigtige dynamiske effekter, bl.a. af over tiden ændret realkapitalmængde.

Hvor usikre nationalregnskabstallene for tiden før 1914 end er, er det af interesse at opholde sig ved ikke blot variationerne i de samlede faste investe-

ringers omfang, men også deres sammensætning⁴. På kort sigt viser tallene her ganske store konjunkturrelle fluktuationer, overvejende - og tillidvækkende - med et fald i bygnings- og anlægsinvesteringernes andel af de samlede faste investeringer i årene omkring højkonjunkturrens top. Vigtigere er imidlertid her den langsigtede udvikling, der viser maksima for bygnings- og anlægsinvesteringernes andel omkring 1880 og umiddelbart efter århundredskiftet, og minima ved midten af 1870'erne, omkring 1890, og umiddelbart før første krig. Det er fristende i disse bevægelser at se en med nogle år forsinket reaktion på fluktuationerne i udvandringen, der var forholdsvis lav i anden del af 1870'erne og 1890'erne - i begge tilfælde efterfulgt af en bølgetop af bygnings- og anlægsinvesteringernes andel af de samlede faste investeringer. I 1960'ernes debat har man ofte peget på stort og voksende boligbyggeri som en årsag til forringet betalingsbalance. I perioden før 1914 *som helhed* kan der næppe påvises nogen systematisk sammenhæng mellem den løbende betalingsbalances saldo på den ene side og på den anden side bygge- og anlægsinvesteringernes andel af de samlede faste investeringer ud over den konjunkturrelle variation, hvorefter forholdsvis stort betalingsbalanceunderskud går sammen med store samlede investeringer, men med en forholdsvis lille andel af bygge- og anlægsinvesteringer.

Der er fremført forskellige argumenter eller synspunkter vedrørende boligbyggeriets betydning for den samfundsøkonomiske balance og dermed for betalingsbalance; vigtigst blandt disse er formentlig:

(1) Forøgelse af boligbyggeriet (ligesom af de offentlige investeringer) vil ved at konkurrere om knappe samlede ressourcer begrænse produktionsmulighederne inden for de eksporterende og importkonkurrerende erhverv, hvis output er af umiddelbar betydning for betalingsbalancen. Frembringelse af offentlige ydelser og boliger (ekskl. hoteller; sommerhuse, der udlejes til udlændinge m.v.) er produktion for hjemmemarkedet. Ingen ville sige, at en forskydning af den indenlandske efterspørgsel fra de udlandskonkurrerende erhvervs frembringelser til de hjemmemarkedsproducerende erhvervs ville tendere at forværre betalingsbalancen. Belastningen af denne fremkommer, fordi en større indsats af ressourcer i boligbyggeri og offentlige ydelser ikke ledsages af en kompenserende reduktion af efterspørgslen på andre områder.

(2) Capital output ratio er særlig høj i boligsektoren (og tillige ved de fleste offentlige anlæg). Det er naturligvis ikke produktionen af boliger, men af boligbenyttelse der har høj capital output ratio. Jo større andel af den samlede forbrugsefterspørgsels tilvækst efterspørgslen efter boligbenyttelse udgør, desto

4. Jfr. teksttabeller i Hansen (1968).

større afledet investeringsefterspørgsel vil en given samlet efterspørgselstilvækst fremkalde - med, ved given opsparingsfunktion, desto større belastning af betalingsbalancen til følge. Subsidier der øger efterspørgslen efter boligbenyttelse vil derfor tendere at forringe betalingsbalancen.

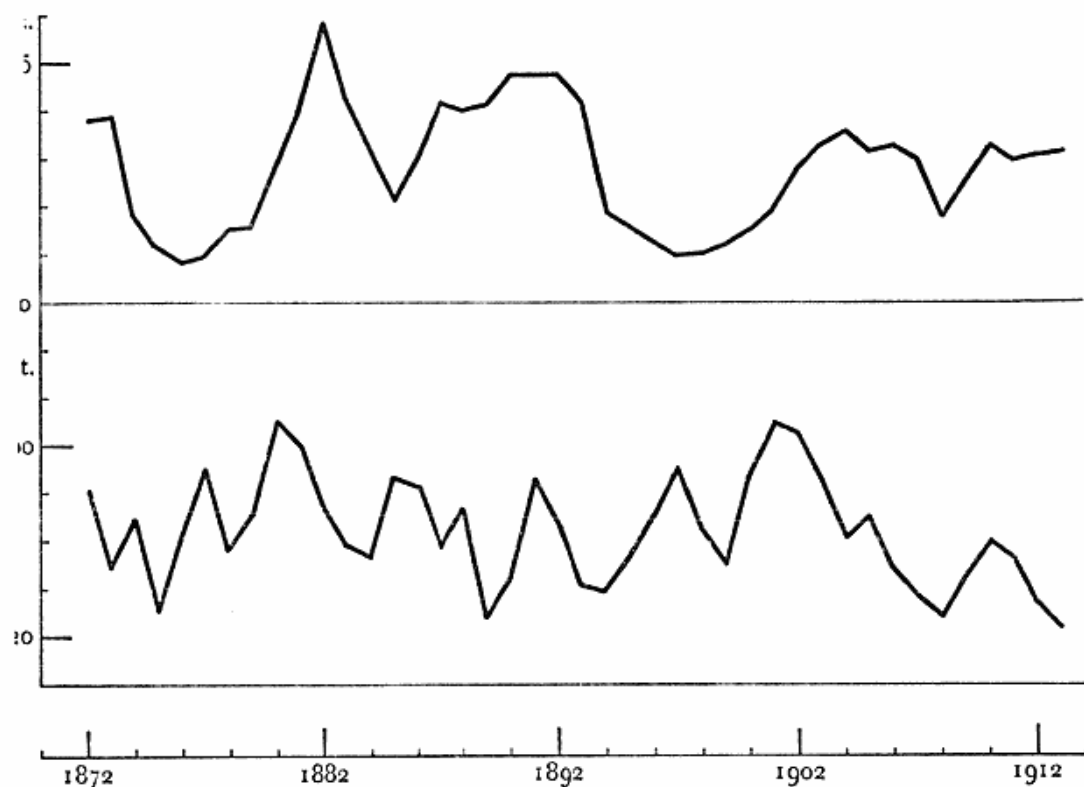


FIG. 2. Den oversøiske udvandring fra Danmark i promille af middelfolketal, samt investeringen i bygninger og omlæg i procent af investeringen i maskiner og transportmidler

Forløbet af bygge- og anlægsinvesteringernes andel af de samlede faste investeringer var meget forskelligt i perioden 1950-1970 og i den lange ekspansionsperiode fra midten af 1890'erne op til første krig. Som det er velkendt, efter en årrækkes relativt langsom økonomisk vækst, ledsagedes den økonomiske ekspansion i de senere år af 1950'erne og første del af 1960'erne af en relativt stærk vækst af de industrielle investeringer, i den senere del af 1960'erne efterfulgt af en forøgelse af boligbyggeriet og de offentlige investeringer (ekskl. de offentlige forsyningsvirksomheder). Og denne udviklingstendens synes at have været væsentligt medvirkende til den skærpelse af betalingsbalanceproblemet, som kan observeres efter midten af 1960'erne. Udviklingen fra sidste del af 1950'erne for-

løb således modsat den man af gode grunde anser for det normale for en ekspansionsperiode: at investeringens gennemsnitlige tidshorisont gradvis forkortes, bl.a. ved en faldende andel af bygge- og anlægsinvesteringer. - Omvendt, i den tyveårige ekspansionsperiode frem til første krig, viser bygge- og anlægsinvesteringernes andel stigende tendens frem til kort efter århundredskiftet, og derefter faldende tendens. Tendensomslaget finder altså sted længe før 1907-08 krisen og er ovenfor sat i forbindelse med befolkningsudviklingen; men det er nærliggende at se en påvirkning også fra stigningen i priser og rente, hvis varighed næppe var forudset. I alle tilfælde, hvis der, som tidligere nævnt, i de sidste få år før første krig opstod en mere end konjunktural tendens til forbedring af den løbende betalingsbalances saldo, kan ændringen af investeringsstrukturen have været en medvirkende faktor.

(3) Selvfinansierungsgraden er særlig lav eller opsparingsunderskuddet er særlig stort i boligsektoren. Argumentet er uklart på grund af uklarheden og vilkårligheden i afgrænsningen af boligsektoren. Hvad man sigter til, er formentlig ikke selvfinansierungsgraden inden for byggerierhvervet, men derimod hos køberne (ejerne) af færdigbyggede beboelsesejendomme, dels ejere og udlejere af etageejendomme, dels ejere og beboere af villaer. Den omstændighed at lån med langsom afvikling og op til en højtliggende lånegrænse kan opnåes, formentlig at gøre ejernes opsparing mindre end den ellers ville være uden nogen kompenserende forøgelse af andre gruppers opsparing, således at, til skade for den samfundsøkonomiske balance, den samlede opsparing reduceres. Det må vel anses for et fortrin ved realkapital, at den kan yde sit afkast gennem lang tid, og at dens fremtidige værdi er behæftet med forholdsvis lille usikkerhed. Det er disse fordelagtige egenskaber, der giver grundlag for stor og langtlopende långivning. Lægger man, som man har gjort det, hindringer i vejen herfor, begrænser man dels den samlede efterspørgsel efter den pågældende type realkapital, in casu boliger, dels får man ejendommelige forskydninger i realindkomstfordelingen, til fordel for dem, der i kraft af formuebesiddelse og let adgang til alternativ kredit kan disponere relativt uafhængigt af mulighederne for specielt at opnå realkredit, og til fordel for ejerne af udlejningsejendomme, idet huslejen må formodes at stige til finansiering af hurtigere amortisation. Det må imidlertid formodes, at restriktioner på realkreditten ligesom andre former for kreditrationering kan føre til en vis forøgelse af den samlede opsparing og samtidig begrænsning af investeringen. Problemet om virkningerne kompliceres ved at man samtidig i efterkrigstiden har bevaret et omfattende system af begunstigelser for boligbyggeri og -forbrug og ved inflationens følger for bolig- og kapitalmarkedet.

Det er imidlertid korrekt, at jo kortere levetiden er af realkapital, hvori der er investeret, desto større må, ved given nettoopsparing og nettoprofitrate, quasirent og bruttoopsparing være i forhold til investeringen. Tidsprofilen af bruttoinvestering minus bruttoopsparing vil afhænge, foruden af vækstraten, af tidsprofilen af realkapitalens forfald (f. eks. radioaktivt forfald kontra totalt forfald efter en vis tid). Variationer i investeringens sammensætning, foruden dens omfang, kan således på flere måder fremkalde variationer i brutto $I - S$.

Ligesom 1890'ernes midte deler tiden før 1914 i to meget forskellige perioder, deler 1950'ernes slutår efterkrigstiden. I perioden 1953-1958 lå arbejdsløsheden gennemsnitligt på omkring 10 pct. og bruttofaktoringdomstens gennemsnitlige årlige stigning i faste priser var kun godt $2\frac{1}{2}$ pct., i alt 13 pct. i løbet af fem år. I samme tidsrum mere end fordobledes den egentlige industrieksport; men da denne kun udgjorde en fjerdedel af den samlede eksport i 1953, og landbrugseksporten, svarende for to tredjedele, voksede med mindre end 10 pct., synes den udbredte opfattelse at være velbegrundet, at den danske økonomi led af en strukturel svaghed, som var årsagen til periodens lave aktivitetsniveau og økonomiske vækst, og som ikke hurtigt kunne afhjælpes med traditionelle, generelle økonomisk-politiske midler.

Større anstrengelser kunne være udfoldet for at låne i udlandet, men navnlig i det første par år - havde resultaterne sikkert været meget begrænsede. Og det er utvivlsomt, at Danmark ikke havde kunnet låne tilstrækkeligt til at finansiere det løbende betalingsbalanceunderskud, der var resulteret af en ekspansion til fuld beskæftigelse ved kreditudvidelse og/eller mindre kontraktiv finanspolitik.

Set i internationalt perspektiv, var den totale eksportstigning, som de foran anførte stigninger for industri- og landbrugsvarer medførte, ingeniunde ubetydelig. 1953-1958 steg den samlede vareeksport med over 40 pct. eller godt 7 pct. p.a. Men det var altså netop kun nok til i aktivitetsniveau at opretholde status quo.

Periodens danske lønstigninger afveg ikke markant fra tempoet i OEEC i øvrigt; snarest var de i underkanten. Som helhed gælder det imidlertid for efterkrigsperioden at mellem industrilandene med stærke og svage betalingsbalancer lå de afgørende forskelle ikke i lønstigningerne indenfor perioden, men i udgangspositionerne efter valutakursjusteringerne i 1949. Som basis for en opgørelse er slutningen af mellemkrigsperioden naturligvis ikke ligefrem ideal, men dog i nærværende forbindelse acceptabel, for så vidt som den danske betalingsbalance også da var relativt svag, og aktiviteten var lav. De følgende tal

angiver - med korrektion for valutakursændringer - ændringerne i procent 1937-1953 i udvalgte andre landes industrilønninger i forhold til lønningerne her i landet.

Sverige	+30
Norge	-25
Holland	-45
Vest-Tyskland	-40
Schweiz	0
U.K.	-35
U.S.A.	+45

Der skal ikke her forsøges nogen nærmere drøftelse af effektiviteten af lavere dansk lønniveau, tilvejebragt ved en anden valutakurspolitik. Det er klart nok, at navnlig i den tidlige del af perioden ville virkningen på betalingsbalancen være afsvækket ved endnu bestående udenlandske og danske restriktioner (hvilke sidste dog i vidt omfang kunne være afviklet til gavn for produktivt udviklingen); og at den relative vægt af virkningerne gradvis ville have skiftet fra import til eksport. Økonomisk-politisk ville det være afgørende, at økonomisk ulighed blandt lønmodtagerne som følge af arbejdsløshed var politisk mere acceptabel end en større relativ forøgelse af den samlede profit end af lønsummen. Foringelsen af betalingsbalancen efter Koreakrigens udbrud fremkaldte rygter om devaluering. Men devaluering synes ikke i løbet af 1950'erne at have været genstand for alvorlig overvejelse hverken i regering eller Nationalbank som midde! til at forene ydre og indre ligevægt.

Slutningen af 1950'erne står som de år, hvor den danske efterkrigsøkonomis take-off fandt sted. I 1958 opnåedes et exceptionelt stort overskud på betalingsbalancens løbende poster og en tilsvarende stærk forbedring af valutastillingen. Bytteforholdet (baseret på enhedsværdier af import og eksport, ikke på prisnoteringer) var i 1958 som helhed omtrent det samme som i årene 1953-1956, afbrudt af en kortvarig forringelse, størst i første del af 1957, som følge af Suez-krigen. Man finder derfor kun ganske ringe forskel mellem vare- og tjenestebalancens saldo i 1958, opgjort henholdsvis i årets priser og i 1955-priser. Først i 1959, hvor importpriserne nåede bunden, var der mellem de to opgørelser en betydelig forskel, som derefter mindskedes i de følgende år. Importpriserne var faldende fra tidligt i 1957 og frem til 1959 som følge af, foruden Suez-krigens ophør, en international konjunkturafmatning og som det forsinkede resultat af kapacitetsforøgelser af råvareproduktioner. Der fremkom et

udsving på henved 900 mill. kr. fra lageropbygning i 1957 til lagernedgang i 1958, betydeligt mere end vare- og tjenestebalancens forbedring. Et modsatrettet sving på ca. 1 mia kr. til positiv lageropbygning skete i 1959, efter at den udenlandske pris- og konjunktur tendens var vendt; og lagerinvesteringerne nåede et foreløbigt maksimum i 1960.

Fra slutningen af 1959 viste de løbende transaktioner et voksende underskud som følge af dels reduktion af bytteforholdsforbedringen, dels og navnlig den stærke indenlandske ekspansion, som kun kunne opretholdes i kraft af den nu begyndende, omfattende private og offentlige låntagning i udlandet. Fælles med den tidligere omtalte udvikling 1894-1898 havde ekspansionen, at i de første få år, til og med 1960, var lønstigningerne relativt moderate. De i 1958 vedtagne overenskomster på arbejdsmarkedet var treårige; ledigheden var næsten 10 pct. i 1958 (og nåede i 1961 under 4 pct.); og vandringerne vendte i 1959 fra et udvandringsoverskud til et indvandringsoverskud (antallet af 20-64 årige mænd steg 1955-1958 med en brøkdel af én procent; i de tre følgende år med $2\frac{1}{2}$ pct.).

Karakteren og følgerne af 1960'ernes ekspansion skal kort resumeres⁵. Aktivitetsniveau og økonomisk vækst blev afgørende højere end i 1950'erne. Fra og med 1961 var arbejdsløshedsprocenten under 4 pct. med kun 1963 og 1968 som undtagelser. I modsætning til det foregående tiårs udvikling var lønstigningstempoet i overkanten af det i andre vesteuropæiske industrilande forekommende. Ligesom i flere andre lande blev lønstigningerne i de seneste år af perioden større end venteligt på grundlag af den for de foregående år skønnede sammenhæng mellem ledighed og procentvis lønstigning⁶. Stigende offentlige udgifter og boligbyggeri fik i løbet af perioden, og navnlig fra omkring midten af 1960'erne, øget vægt som drivende faktorer i ekspansionen. Både løn- og profitniveau tenderede derfor at stige stærkere i den såkaldte beskyttede (hjemmemarkeds-) sektor end i den såkaldte (eksport- og importkonkurrerende) konkurrencesektor. Industrien kom således ud for vanskeligheder af lignende art som længe tidligere landbruget, dog ikke på grund af svigtende udenlandsk efterspørgsel, men som følge af konkurrerende indenlandsk faktorefterspørgsel.

5. Udvikling og problemer er alsidigt belyst i en række redegørelser fra Det økonomiske Råds Formandskab, særlig 1965 ff; Det økonomiske Sekretariats *Økonomisk Årsoversigt*, særlig 1969; Finansministeriet (1971) (de generelle, indledende afsnit); Sørensen (1971). Et kortfattet, men vigtigt bidrag til debatten var Vibe-Pedersen og Zeuthen (1970).

6. Det er usikkert i hvilket omfang ændringen skyldes henholdsvis ændret international prisudvikling i disse år og en generel styrkelse af inflationsforventningerne - jfr. debatten om, hvorvidt der består et varigt eller kun midlertidigt trade-off mellem arbejdsløshed og inflation. En nyttig oversigt over debatten giver Burton (1972).

Følgen blev en afbrydelse af tendensen til bedring af betalingsbalancen ved given beskæftigelse⁷.

Vedvarende inflation og omfattende boligsubsidier var hovedårsagerne til obligationsrentens stigning fra 5-6 pct. i 1953 til 11-12 pct. i 1971. Særlig stærke rentestigninger fandt sted i 1964-1965 og 1969-1970, i begge tilfælde efter likviditetsforøgelser, der temporært havde sænket renten og bidraget til at fremkalde øget aktivitet og fornyet skærpelse af inflationstendenserne⁸. Frem til midten af 1960'erne var ændringerne i den primære pengeforsyning hovedsagelig resultatet af overvejende modgående likviditetsændringer fra betalingsbalance og statsfinansier; derefter og frem til årsskiftet 1968-1969 var likviditetsændringerne fra betalingsbalancen relativt små, medens likviditetsopsugningen over statsfinansierne overkompenseredes ved Nationalbankens omfattende obligationsopkøb, således at den primære pengeforsyning voksede med tæt ved 15 pct. p.a. 1965-1968. Kreditpolitikken bidrog således til det ugunstige tendensomslag i betalingsbalancens udvikling, der fandt sted netop omkring 1960'ernes midte. Men den blev samtidig i tiltagende grad begrænset af hensynet til betalingsbalancen, idet vilkårene for pengeinstitutternes kreditgivning måtte holdes så stramme, at der bevarede tilskyndelse til betydelig kortfristet låntagning i udlandet. Kreditrationering i form af først deponeringsordning, senere udlånsloft var hovedmidlet; også kapitalmarkedet søgte man at styre først ved egentlig rationering, senere ved lovbestemt forringelse af vilkårene for ydelse af realkredit. Efter valutakrisen 1969 begrænsedes Nationalbankens intervention på obligationsmarkedet drastisk.

Den senere udvikling vil være i frisk erindring: efter løbende underskud på 3 mia kr. i 1969 og 4 mia kr. i 1970 var betalingsbalancen i moderat bedring i 1971 jævnsides med stigende arbejdsløshed som følge af strammere kredit- og finanspolitik. Den i slutningen af 1971 indførte midlertidige importafgift bidrog til en yderligere og stærk forbedring af betalingsbalancen i første halvår 1972, sandsynligvis i vidt omfang modsvaret af mindsket investering i lagre. Med påny stigende aktivitet og begyndt afvikling af importafgiften kan importen ventes at stige med fornyet kraft i den kommende tid⁹.

7. Jfr. den tidligere anførte artikel af Vibe-Pedersen og Zeuthen (1970) og Gelting (1970).

8. Disse to episoder er nette illustrationer af M. Friedman's (1968) tese, at likviditetsforøgelse for at sænke renten hurtigt kan få den modsatte virkning.

9. Ved tilslutningen til EF vil Danmark opnå en bytteforholdsgevinst anslået til netto over én mia kr. i det første år. Gevinsten på længere sigt vil navnlig afhænge af EF-landbrugspolitikens højst usikre fremtidige udvikling. Vigtigere kan blive øgede muligheder for kapitalimport, særlig i form af direkte investeringer, dvs. øgede muligheder for at finansiere fortsatte løbende underskud.

Hvad ovenfor blev kaldt efterkrigstidens take-off viste lighed med før-1914-tiden, ikke blot i den internationale prisudviklings betydning, men også deri at med stort set automatisk finansreaktion var den private sektors ekspansion dominerende. Men det følgende forløb var radikalt forskelligt fra fortidens udvikling; en forskel der ikke blot beroede på den offentlige sektors tre à fire gange så store relative omfang. Vel udfoldede det offentlige før 1914 med mere eller mindre helhjertet støtte fra Nationalbanken (og mere helhjertet fra forretningsbanker og andre private grupper) aktive bestræbelser for at fremme kapitalimporten, og der var stigende offentlige investeringer i jernbaner, kommunale anlæg m.v.; men de drivende hovedkræfter var privat investering og foretagssomhed. I 1960'erne derimod blev offentlig udgiftseksponering og intervention i stigende grad ledende og fortrængende i forhold til den private sektor. Det er en gammel diskussion, om indenfor den samlede betalingsbalance kapitalbalancen bestemmer den løbende balance eller omvendt. Det klassiske svar er, at kapitalbalancen, forstået som saldoen af indenlandsk opsparing og investering, bestemmer den løbende balance (som hævdes ikke varigt at kunne ændres ved valutakursændring eller told). Villighed til at besvare galt stillede spørgsmål forudsat, kommer det klassiske svar nok sandheden nærmest såvel for perioden op til første krig som for 1960'erne. Men hovedinitiativtagerne til det indenlandske udgiftsoverskud var i de to perioder vidt forskellige og med vidt forskellige motiver. Fælles havde de dog, at en gunstig betalingsbalance ikke var et selvstændigt økonomisk mål.

Medens mellemkrigsperioden her skal ignoreres som i nærværende sammenhænge værende af større interesse fra psykopatologisk end fra økonomisk synspunkt, skal et spørgsmål kort omtales vedrørende de to krigsperioder: hvorledes den indenlandske økonomi tilpassede sig det udefra påtvungne overskud på den løbende betalingsbalance? Under begge krige forringedes forsyningssituationen, og realindkomsten faldt. I nogen grad fik den danske økonomi lighed med Adam Smith's model: knaphed på realkapital begrænsede beskæftigelsesmulighederne - og det var snarere knaphed på cirkulerende end fast realkapital. Men Kaldor's fordelingsteoretiske model er mere relevant, blot (teoretisk mere tilfredsstillende) med realkapitalen i stedet for arbejdskraften som den produktionsbegrænsende faktor. Kraftig efterspørgsel ledsagedes af højere priser i forhold til lønniveauet, således at profitten øgedes i forhold til lønnen - og netop så meget, at den samlede opsparing svarede til investeringen incl. overskuddet i transaktionerne med udlandet.

LITTERATUR

- BURTON, JOHN. 1972. *Wage inflation*. London.
- FINANSMINISTERIET. 1971. *Perspektivplanlægning 1970-1985*. København.
- FRIEDMAN, M. 1968. The role of monetary policy. *American Economic Review* 58: 1-17.
- GELTING, J. H. 1970. Om finans- og kreditpolitikens effektivitet. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 108: 127-44.
- HANSEN, SVEND AAGE. 1968. Perioden 1818-1914. I *Dansk Pengehistorie*, udg. Danmarks Nationalbank, bd. 1, pp. 131-390.
- HANSEN, SVEND AAGE. 1970. *Early industrialisation in Denmark*. Københavns Universitets Institut for Økonomisk Historie, Publikation nr. 1. København.
- PEDERSEN, JØRGEN. 1930. *Arbejdslønnen i Danmark under skiftende konjunkturer i perioden ca. 1850-1913*. Skrifter udg. af Instituttet for Historie og Samfundsøkonomi, nr. 1. København.
- SØRENSEN, CARL ERIK. 1971. *Kreditmarkedet og industriens ekspansion*. København.
- TRAP, CORDT. 1900. *Arbejdslønnen i København med nabokommuner i året 1898*. København.
- VIBE-PEDERSEN, J. og HANS E. ZEUTHEN. 1970. Det danske betalingsbalanceproblem. *Finanstidende* 55: 1126-30.
- WARMING, J. 1909. Den økonomiske situation. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 47: 529-63.
- WILLERSLEV, R. 1954. Træk af den industrielle udvikling 1850-1914. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 92: 242-62.
- ZEUTHEN, F. 1939. *Arbejdslønnen og arbejdsløshed*. København.