

**6. Lektion. Dansk penge- og valutakurspolitik omkring 1914-1939 – set i et internationalt perspektiv.**

(Pensum: Sv. Aage Hansen, *Økonomisk vækst i Danmark II*, pp. 14-21 og Jan Tore Klovland, *Monetary policy and business cycles*, pp. 309-29 og 336)

Stikord: Faste og flydende kurser, real effektiv valutakurs, købekraftsparitetsteorien.

Udbruddet af Første Verdenskrig i august 1914 betød panik på verdens penge- og kapitalmarkeder. Blandt andet søgte mange mennesker at omveksle deres pengesedler med guld, fordi de frygtede et fald i pengenes værdi. Man valgte derfor fra centralbankernes side, også her i landet, at *suspendere valutaens guldindløselighed*.

Bemærk i Sv. Aage Hansen afsnit den politik Nationalbanken førte under Første Verdenskrig. Når *pengemængden kunne stige til næsten en 3-dobling* skyldtes det, at det neutrale Danmark ligesom vore naboer Norge og Sverige oplevede et meget stort overskud i samhandelen med de krigsførende lande. Nationalbanken blev i denne forbindelse særligt kritiseret for at øge denne effekt ved at låne ud til Tyskland og dets allierede, således at disse lande blev i stand til at importere endnu mere fra Danmark.

*Inflationen steg* derfor under krigen, forstærket af et mindre vareudbud og af importeret inflation. På grund af faldet i den internationale samhandel og på grund af de maksimalpriser og rationeringer af nødvendige varer, som var blevet indført her i landet i løbet af krigen, forblev inflationen delvis undertrykt, det der også udtrykkes ved begrebet 'ledige penge'.

Nationalbanken valgte *på trods af dette* at føre en forholdsvis lempelig pengepolitik. Det gjaldt ikke bare de sidste krigsår men også de nærmest følgende efterkrigsår. Den almindelige fortolkning er at Nationalbanken i den givne situation valgte at prioritere hensynet til produktion og beskæftigelse højere end hensynet til pengeværdien.

I fald man havde bestemt sig for at begrænse overskudslividiteten kunne det vel også være sket over *statsbudgettet*, det vil sige ved at indtægterne i form af skatter og afgifter oversteg udgifterne? I princippet kunne man naturligvis have gjort det, men i realiteten lå det *uden for datidens økonomisk politiske horisont at føre finanspolitik*, jf. senere Niels-Henrik Topps artikel.

Resultatet af disse faktorer: stigningen i pengemængden kombineret med Nationalbankens og statens tilbageholdende politik blev, efterhånden som krigens priskontrol lempedes, en meget kraftig stigning i engros og i detailpristallet med hver 80 point i løbet af efterkrigsårene 1919-1920. Med andre ord blev inflationen nu mere åbenlys.

## 2. En international sammenligning

Jan Tore Klovlands artikel sætter den danske og skandinaviske penge- og valutapolitik under krigen og i de følgende to tiår ind i et internationalt perspektiv. En væsentlig pointe er, at selvom landene havde mange fælles træk var der *forskelle i forløbet, især i 1920'erne mellem Sverige på den ene side og Danmark og Norge på den anden side*. Disse forskelle kan bruges til en pædagogisk illustration af penge- og valutapolitikens følger for den reale økonomi. (Det skal understreges at de sidste spor af Den skandinaviske Møntunion da var under afvikling, således at vi her har at gøre med lande der fører hver deres suveræne penge- og valutapolitik.) Resumeeet af artiklen fokuserer på sammenligningen mellem Sverige og Danmark, da den norske og danske udvikling er ret ensartet.

Alle tre lande havde oplevet handelsoverskud og inflation under krigen og alle tre havde, som de fleste af verdens andre økonomier, en målsætning om *tilbagevenden til førkrigstidens fastkurssystem nemlig guldstandard*. Endvidere traf de alle tre den politiske beslutning at antage den *paritetskurs* (dvs. guldindhold i gram pr. 100 kr.) *som havde været gældende før suspenderingen af guldindløseligheden i august 1914*. Man kan sige at de skandinaviske lande som de fleste andre lande i verden gennemlevede en periode med flydende kurser fra suspenderingen af guldindløseligheden i 1914 og indtil deres tilbagevenden til guldstandard i 1920-erne.

For Sveriges vedkommende blev processen med tilbagevenden relativt smertefri. I 1922 var kursen på Skr. kun 3 pct. fra 1914 niveauet og i 1924 var man formelt tilbage på guldfod. I Danmark derimod lå kursen i 1924 endnu kun på 60 pct. af 1914-værdien. På dette tidspunkt strammedes pengepolitikken imidlertid og de politiske økonomisk myndigheder signalerede at man var fast besluttet på at vende tilbage til 1914-kursen. Markedet dvs. valutaspekulanterne troede på dette signal og skyndte sig at købe danske kroner. I foråret 1927 var man derfor tilbage på 1914 kursen. Det store problem var så, om priserne kunne følge med denne

voldsomme nominelle appreciering af den danske krone? Hvis det ikke var tilfældet, var der også tale om en voldsom *real appreciering* af den danske valuta jf. nedenfor. En stigning i den reale valutakurs måtte svække konkurrenceevnen tilsvarende. Bemærk at begrebet konkurrenceevne også dækker evnen til at konkurrere med importerede varer.

### 2.1 Pengepolitik i første halvdel af 1920'erne

Selve *erkendelsen* af sammenhængen mellem lempelig pengepolitik (trods altså den stigende pengemængde) på den ene side og på den anden side inflation og svækket valutakurs (givet som her at kurserne ikke var lagt fast endnu) trængte tydeligvis noget senere igennem i Danmark end i Sverige. I Sverige rådede verdenskendte økonomer som Cassel, Heckscher og Wicksell Rigsbanken til at stramme pengepolitikken kraftigt for at bekæmpe de inflationære tendenser i kølvandet på krigen. Rådet blev fulgt og kraftige diskontoforhøjelser i løbet af 1920 vendte udviklingen fra inflation til deflation. Deflationen blev særlig stærk på grund af det internationale prisfald fra slutningen af 1920. Den gode side af dette på lidt længere sigt var som allerede nævnt, at prisfaldet havde bragt den flydende kurs på den svenske krone nær 1914 værdien allerede i 1922.

### 2.2 Danmarks tilbagevenden til guldstandard.

I 1924 gjorde man i Danmark (et fornyet) forsøg på at få kronen tilbage på guld til 1914 pariteten. Først og fremmest strammedes pengepolitikken. Det er vigtigt at forstå, at de ansvarlige økonomisk politiske myndigheder *ikke* havde tænkt sig, at pariføringen *skulle gå nær så hurtigt* som den faktisk kom til at gå. Erklæringerne om hensigten om pariføring og den strammere pengepolitik førte imidlertid en voldsom *spekulation* med sig og *kronen apprecierede meget hurtigt i 1925-1926* fra 60 pct. til de ønskede 100 pct. af 1914 pariteten.

Kunne man da ikke, givet at pengepolitikken havde været (for) lempelig op til 1924, have valgt et lavere niveau end 1914 pariteten? Jo, det kunne man. I lande der havde været i krig og hvor inflationen under og lige efter krigen havde været endnu stærkere, som f.eks. Frankrig, valgte man faktisk et lavere niveau. Cassel rådede danskerne til at gøre noget lignende. Der var da også kredse i Danmark som var kritiske over for kurspolitikken men den dominerende opinion i de store partier gik ind for, hvad der i samtiden betegnedes 'den ærlige krone', koste hvad det ville.

### 2.3 En ny beregning af udviklingen i den nominelle effektive valutakurs.

Bemærk definitionen af den *effektive valutakurs*, der er defineret som valutakursen *vægtet efter handelspartnere*, se tabel 1. I tidligere historiske studier har man normalt set på kursen i forhold til US \$, idet man definerede \$ som havende det samme gulddindhold som i 1914. Det skyldtes at USA blev senere og mindre omfattende involveret i krigen. Men den effektive kurs som er vist i figur 1 må anses for mere retvisende.

I figur 1 ses kontrasten mellem det svenske forløb med en tidlig stigning i kursen 1920-22 og de to andre lande hvor kursen er faldende frem til 1924 for derefter at stige meget brat.

Figur 1 viser desuden, hvorledes alle tre valutaer *deprecierede samtidig i 1931*. Årsagen var at de skandinaviske lande valgte at *følge det engelske £ væk fra guldstandard* igen. (Se senere i det internationale pensum om, hvorfor UK forlod guldnet). Dette var formentlig det mest betydningsfulde positive træk ved alle tre landes politik under tredvernes krise. Med et citat fra Keynes siger man at landene der forlod guldstandard 'aflagde de gyldne lænker'. Når pengepolitikken derefter ikke længere var bundet til at forsvare den faste valutakurs kunne man, i hvert fald inden for nogle rammer, bruge den til at stimulere økonomien med. Samtidig gjorde deprecieringen det indenlandske erhvervsliv mere konkurrencedygtigt.

### 3. Udviklingen i den reale effektive valutakurs

Man kunne *teoretisk set* forestille sig at den nominelle valutakurs, som vi lige har set på, og det hjemlige prisniveau havde opført sig 'som de skulle' ifølge *købekraftsparitetsteorien*. Det vil sige at de havde reageret med lige stor hastighed på penge- og valutapolitikken. Derved ville *den reale valutakurs være forblevet uændret*. Med andre ord skulle en hurtig appreciering ledsages af et lynhurtigt fald i prisniveauet og omvendt.

Den reale valutakurs ER er defineret som

$$ER = E \times P/P^*$$

Hvor E er den nominelle valutakurs, P er et indeks for de indenlandske priser og P\* er et indeks for de udenlandske priser.

I beregningen er vist både resultatet, når der bruges et engrosprisindeks (med særlig mange udenlandsk handlede varer) og et forbrugerprisindeks. Resultaterne er ikke fundamentalt

forskellige. Ved beregningen af det relevante udenlandske prisniveau er der brugt de samme handelsvægte som i tabel 1.

Figur 2 -4 viser noget meget vigtigt: *Priserne var ikke fuldstændig fleksible* som forudsat i teorien oven for. Det betød at *store nominelle udsving i valutakursen også førte til store udsving i samme retning i den reale valutakurs.*

#### 4. Virkningerne på den reale økonomi

Som allerede nævnt i indledningen betød en real appreciering, som den man ser i Danmark 1925-26 en svækket konkurrenceevne, omvendt styrkede den reale depreciering som man så i 1931 i alle tre lande konkurrenceevnen. Det vil sige at priserne efter 1931 ikke steg tilstrækkeligt til at udligne gevinsten ved den nominelle depreciering. (Nu var handelsforholdene som vi senere skal se heller ikke længere normale i 1930'erne.)

I figur 5 ser man at Sverige, der altså havde ført en stram pengepolitik allerede fra 1920 og havde kunnet vende tilbage til guldstandarden uden de store problemer, ikke oplever det samme dyk i indekset for industriproduktionen i 1925-26 som Danmark og Norge.

Et andet mål på effekten på den reale økonomi ses i figur 6 der viser arbejdsløsheden blandt de forsikrede. Igen er der stor forskel på Sverige og Danmark 1925-26.

Endelig angiver figur 7 og tabel 3 nogle mål på de skandinaviske landes konjunkturforløb i mellemkrigstiden sammenlignet med det internationale forløb. Hovedresultatet er, at Danmark og Norge havde et større tab i potentiel produktion i 1920'erne på grund af deres 'dobbeltfejl' den lempelige pengepolitik ved starten af perioden kombineret med deres ambitiøse valg af kursparitet. Alle tre lande kom bedre gennem 1930'ernes krise på grund af valget straks at følge det engelske £ væk fra guldstandarden i 1931.