



Profitten setter tonen, og investeringene danser deretter¹

En nyvurdering av bankkrisen i 1920-årene

Profit calls the tune and investments are dancing accordingly

A re-appraisal of what caused the Norwegian banking crisis of the 1920s

Sverre Knutsen

Professor emeritus, Institutt for rettsvitenskap og styring, Senter for næringslivshistorie, Handelshøyskolen BI

Dr.philos. 2007

sverre.knutsen@bi.no

Sammendrag

Tidligere var den konvensjonelle visdommen blant norske historikere at bankkrisen på 1920-tallet ble forårsaket av Norges Banks paripolitikk, det vil si bestrebelsene på å føre den norske kronen tilbake til førkrigstidens gullparitet. Artikkelen presenterer empiri som gjør det rimelig å forkaste denne forklaringen. I stedet for paripolitikk førte Norges Bank fra høsten 1920 en politikk for såkalt produksjonsbeskyttelse, og tilførte bankene likviditet. Det var først fra høsten 1924 og særlig fra 1925 at den norske kronen steg i verdi. Basert på nye tapestimater finner artikkelen at bankkrisen nådde en topp i 1922, og siden krisen startet i 1920, kunne den umulig ha blitt forårsaket av hendelser i 1924–25.

I nyere litteratur har flere forskere nå kommet til at den internasjonale etterkrigs-krisen var hovedårsaken til den norske bankkrisen. Dette blir ofte kombinert med henvisning til kreditteksjon under krigen, og rentepolitikken fra 1920. Artikkelen styrker argumentet om at grunnlaget for krisen ble lagt under den spekulative krigsøkonomien, men viser at boomen primært ble drevet av en økende gjennomsnittlig profitttrate. Dette ga insentiver til en enorm kreditteksjon, som medførte kraftig vekst i spekulative og risikable investeringer. Resultatet ble inflasjon i aktivpriser og forsterket finansiell sårbarhet. Fra en topp i 1916 falt imidlertid profitttraten, og dermed falt investeringene betydelig frem til 1922 (med unntak av etterkrigsboomen i 1919).

Bankkrisen startet tidlig høsten 1920. Stadig flere bedrifter misligholdt lånene sine, og artikkelen konkluderer med at den bakenforliggende årsaken til krisen var motsetningene i kapitalakkumuleringen, særlig kombinasjonen av fluktuerende profitttrate og spekulativ kreditteksjon. Men den etterfølgende internasjonale nedgangen, som forårsaket en massiv deflasjon i Norge, førte til at et ytterligere antall finansielt sårbare bedrifter misligholdt stadig flere lån. Dermed ble bankkrisen kraftig forverret, og vokste i så vel omfang som dybde.

Nøkkelord

Bankkrise, 1920-tallet, profitttrate

1. Tittelen er inspirert av økonomen Hyman P. Minskys arbeider. Forfatteren takker ellers to anonyme fagfeller for gode kommentarer og nyttige forslag til forbedringer.

Abstract

According to earlier Norwegian historiography, the banking crisis of the 1920s was caused by Norges Bank's efforts to restore the Norwegian currency to its pre-war gold parity. The article provides empirical evidence that disproves this explanation. In fact, the central bank carried out a program aiming at 'protecting production', consequently supplying the banks with liquidity. It was only from the fall of 1924, and particularly during 1925, that Norges Bank pursued a consistent par-policy, causing the Norwegian currency to appreciate. Based on new estimates of banks' credit losses, the article finds that the banking crisis peaked in 1922, hence the crisis couldn't be caused by events that occurred during 1924–25.

In recent literature, several researchers now claim that the international post-war slump of 1920–22 was the prime cause of the Norwegian banking crisis. Some combine this factor with the effect of the wartime credit bubble, as well as the impact from an alleged contractive monetary policy from 1920. The article strengthens the argument that the foundation of the crisis was laid during the wartime economy, but finds that the boom was primarily driven by an increasing average rate of profit. This spurred on the huge expansion in credit and speculative investments and hence, increased financial fragility. From a peak in 1916, however, the rate of profit fell. Consequently, investments fell steeply until 1922 (with exception of the post-war boom during 1919).

The banking crisis started in the early autumn of 1920. Several businesses defaulted on their loans, and the article concludes that the underlying cause of the crisis was the contradiction in capital accumulation, particularly the combination of a fluctuating rate of profit followed by reckless credit expansion. But the post-war international slump, bringing with it massive deflation, caused a further number of the financially fragile Norwegian businesses to default on their loans, thus worsening the banking crisis considerably.

Keywords

Norwegian banking crisis, 1920s, fluctuating profit rate

Innledning

Bankkrisen i første halvdel av 1920-årene er en av de fire systemomfattende bankkrisene som har funnet sted i Norge i løpet av de siste 130 årene, det vil si bankkrisene som startet i 1886, 1899, 1920 og 1987.² Bankkrisen i 1920-årene kan hovedsakelig avgrensnes til perioden 1920–25 og er den største og alvorligste finanskrisen i Norge i det 20. århundret. Bankkrisen i 1920-årene fikk alvorlige følger for økonomi og samfunn. Den fikk betydelig og varig innvirkning på bankstrukturen, og den fikk varige konsekvenser for forholdet mellom staten og bankene.³ Hvorfor inntraff denne bankkrisen? Hva var dens årsaker? Dette er hovedproblemstillingen som blir diskutert i artikkelen.

Begrepet paripolitikk betegner bestrebelsene til Norges Bank og politiske myndigheter for å føre den norske kronen tilbake til dens førkrigsverdi i gull og lovfeste gullbindingen på ny. Paripolitikk ble periodevis ført med ulik styrke i perioden 1925–1928, og de pengepolitiske myndighetene forsøkte deretter å opprettholde pari kurs frem til 1931. Siden rundt 1980 har den konvensjonelle visdommen blant norske historikere vært at det var feilaktig sentralbankpolitikk i form av paripolitikk som forårsaket bankkrisen. Artikkelen forkaster denne tesen, og argumenterer for at grunnlaget for bankkrisen på 1920-tallet ble lagt i løpet av krigsboomen under første verdenskrig og etterkrigsboomen som fant sted i 1919 og frem til sommeren 1920. Røttene til krisen må dermed søkes *før* den virkelige paripolitikken ble iverksatt etter verdenskrigens slutt. Dette utdypes i artikkelen.

Det andre hovedargumentet i artikkelen er at den primære årsaken til bankkrisen må søkes i utviklingen av de indre motsetningene i den kapitalistiske økonomien, særlig slik de

2. Knutsen 2014: 93–124.

3. Jeg behandler ikke bankkrisens forløp etter utbruddet nærmere i denne artikkelen med hensyn til myndighetenes krisehåndtering, strukturkonsekvenser, innføring av et nytt reguleringsregime og de langvarige økonomiske konsekvensene av krisen. Disse spørsmålene er inngående behandlet i blant annet Nordvik 1992: 170–192; Knutsen & Ecklund 2000: kap. 4 og 5; Knutsen 2007: kap. 5 og 6.

kom til uttrykk i fluktuasjoner i den generelle, gjennomsnittlige profitttraten i totaløkonomien. Begrepet knytter an til Karl Marx' verditeori.⁴ For å beregne denne gjennomsnittlige profitttraten må jeg anvende nasjonalregnskapsdata. Disse korresponderer ikke direkte med Marx' teoretiske kategorier, men i artikkelen er de brukt slik at de samsvarer best mulig.⁵

Marx' begrep profitttrate er uløselig knyttet til begrepet merverdi. Merverdien, som arbeiderne skaper i produksjonen, er et resultat av ubetalt arbeid.⁶ Uten merverdi, ingen profitt. *Profitttraten* er et mål på lønnsomhet i produksjonen. Den er nærmere bestemt et uttrykk for forholdet mellom oppnådd profitt i form av pengekapital, og summen av investeringer i arbeidskraft (variabel kapital) og anlegg, maskiner, energi, og råmaterialer (konstant kapital) – alt uttrykt i penger.⁷ Men kapitalistisk økonomi er ikke kun en pengeøkonomi, men en *pengeskapende* økonomi. Derfor manifesterer kapitalismens kriser seg vanligvis som finanskriser. Marx' verditeori har blitt gjenstand for kritikk fra mange hold. Det er imidlertid ikke plass til å diskutere disse innvendningene innenfor rammene for denne artikkelen. Hovedhensikten min er å anvende de nevnte begrepene fra Marx som redskap til å gjennomføre en empirisk analyse. Den empiriske undersøkelsen vil vise om de anvendte begrepene er fruktbare, og om de ovennevnte argumentene er holdbare.⁸

Den konvensjonelle visdommen

Den økonomiske historikeren Tore Jørgen Hanisch hevder at 1920-årenes norske bankkrise hovedsakelig var en følge av den såkalte paripolitikken.⁹ Han skriver at paripolitikken «virket sterkt negativt på næringslivets forventninger om fortjeneste i fremtiden».¹⁰ For bankene innebar paripolitikken en stram kredittpolitikk, noe som ifølge Hanisch «fratok folk investeringsevnen».¹¹ Dette var en følge av at «forholdene på penge- og kredittmarkedet langt på vei kan forklare de lave investeringene».¹² Bankenes stilling ble svekket, og den direkte årsaken var «høyere rente og mer restriktiv lånepolitikk i Norges Bank». Den andre årsaken var etter Hanischs oppfatning «omslaget fra prisstigning til prisfall som fant sted høsten 1920».¹³ Ifølge Hanisch lå hovedansvaret for dette omslaget også hos Norges Bank.

Hanisch følger tydelig en monetaristisk forklaringsmodell i sin analyse av bankkrisen. Den monetaristiske teorien bygger på den nyklassiske tesen om at en kapitalistisk økonomi er selvregulerende og alltid søker seg mot likevekt. Når systemet rammes av problemer og kriser som bringer økonomien ut av likevekt, skyldes dette ifølge monetaristene feilaktig pengepolitikk, særlig fra sentralbanken.¹⁴ Dette bygger på den nyklassiske oppfatningen at

4. Marx 1981: 132–140.

5. Profitt (P) = netto nasjonalprodukt minus samlet lønnsutbetaling. Konstant kapital (k) = fast realkapital minus boligkapital. Variabel kapital (v) = samlet lønnsutbetaling. Gjennomsnittlig profitttrate (pr) er her definert som profitt dividert med investert fast og variabel kapital, $pr = P/(k+v)$. Alle data benyttet til å kalkulere for eksempel fig. 2. i appendikset er nasjonalregnskapsdata anvendt etter skissert metode. Alle data er i faste 1938-priser, hvis ikke annet er nevnt.

6. Marx 1981: 132 ff., 504.

7. Marx 1981: 401.

8. For kritikk av Marx' arbeidsverditeori og teorien om profitttraten fallende tendens, se Steedman 1977. Tilbakevisning av Steedmans kritikk finnes i bl.a. Kliman 2007; Freeman & Carchedi 1996. Pot & Kliman 2015 inneholder bidrag fra de ulike posisjonene i diskusjonen.

9. Hanisch 1979: 239–268.

10. Hanisch 1979: 258.

11. Ibid.: 258.

12. Ibid.: 259.

13. Ibid.: 258.

14. Schwartz 1986.

økonomien fra tid til annen blir utsatt for eksterne «sjokk», som beveger økonomien bort fra likevekt. Det angivelige sjokket, i dette tilfellet forårsaket av feilaktig politikk, starter en prosess som til slutt ender i en finanskris. Det er altså ikke indre motsetninger i den kapitalistiske økonomien som bringer økonomien i ubalanse. Men *markedskreftene* sørger for å bringe økonomien tilbake til likevekt etter slike «sjokk». I den monetaristiske varianten må imidlertid sentralbanken «hjelp markedskreftene» ved å justere pengemengden – det vil si føre «korrekt» pengepolitikk. Hanischs argument om at sentralbankens pengepolitikk forårsaket bankkrisen, faller vakkert inn i en slik modell.

Tesen om at feilaktig sentralbankpolitikk i form av paripolitikk var den primære årsaken til 1920-tallets bankkrise, ble konvensjonell visdom blant historikere i nærmere 20 år.¹⁵ Dette ble gradvist løst opp fra rundt midten av 1990-tallet, da krisen i økende grad ble årsaksforklart med etterkrigs-krisen ute og paripolitikken hjemme, samtidig som jobbetiden ble trukket inn som forklaringsfaktor. Men pengepolitikken ble fortsatt – i varierende grad – vektlagt som en viktig kriseårsak.¹⁶ Hanischs forklaring om at paripolitikk var primær kriseårsak, ble imidlertid eksplisitt imøtegått fra omkring årtusenskiftet og utover på 2000-tallet. Undertegnede la frem nytt empirisk materiale som påviste at røttene til 1920-årenes bankkrise må søkes i spekulasjons- og bobleøkonomien, som utviklet seg i løpet av krigsårene og etterkrigsboomen 1914 til sommeren 1920.¹⁷ Jan Tore Klovland har nylig fulgt opp med en lignende kritikk.¹⁸

Etter 2000 begynte flere historikere å vektlegge den internasjonale etterkrigs-krisen som hovedårsak til 1920-årenes bankkrise.¹⁹ Andre har kombinert etterkrigs-krisens virkninger med å vektlegge virkningene av krigsøkonomiens bobleøkonomi og «kontraktiv pengepolitikk» som sentrale kriseårsaker.²⁰ De fleste av disse arbeidene har trukket frem rentepolitikken både som forklaring på utviklingen av jobbetidens finansboble, og som en viktig faktor i skjerping av deflasjonen fra høsten 1920. I et arbeid heter det at «[o]vergang [...] til kontraktiv pengepolitikk gjorde videre en bank- og næringslivskrise uunngåelig».²¹ Her er det imidlertid grunn til å spørre om en diskontoheving på ett prosentpoeng i 1920 gjorde bankkrisen «uunngåelig», eller om det var andre forhold som var atskillig viktigere. Dette diskuterer jeg nærmere nedenfor.

Enkelte av forfatterne knytter årsaksforklaringen til betydningen av et makroøkonomisk «sjokk», som de hevder starter utviklingen mot en finanskris.²² Men nærmere empirisk analyse viser at det er på sin plass med en alternativ forklaring av hva som er den primære, bakenforliggende og endogene årsaken til bankkrisen. En slik endogen analyse tar utgangspunkt i en forståelse om at kapitalistisk økonomi er grunnleggende ustabil, og at dette skyldes virkningen av iboende (endogene) motsetninger i det kapitalistiske økonomiske systemet. Det trengs ikke noe likevektsforstyrrende «sjokk» for å forklare finansiell ustabilitet og krise.

15. Hanisch 1979; Furre 1991; Nordvik 1992; Hanisch 1996: kap. 4; Hanisch, Søylen & Ecklund 1999: kap. 3, særlig 3.4.

16. Nordvik 1995; jf. Kjeldstadli 1994: 176.

17. Knutsen & Ecklund 2000: 85–187; Knutsen 2007: 224–241.

18. Klovland 2016: 310–320.

19. Stugu 2015; Ohman Nielsen 2011.

20. Hodne & Grytten 2002: kap. 7; Grytten & Hunnes 2016; Thonstad Sandvik 2018.

21. Hodne & Grytten 2002: 112.

22. Grytten & Hunnes 2016: 46; Thonstad Sandvik 2018: 180.

1920-årenes bankkrise – et overblikk

Alt sommeren 1920 kom de første krisetegnene i banksektoren, da Finnmarkens Handelsbank måtte innstille betalingene sine. Sammenbruddet var særlig en følge av valutaspekulasjoner i rubler, som revolusjonen i Russland hadde gjort verdiløse. I oktober brøt bankkrisen ut for alvor, da Romsdalske Vexel- og Landmandsbank i Molde kom i vansker. Kort tid etter led fire andre provinsbanker samme skjebne.

Tabell 1. Nytt estimat av forretningsbankenes utlånstap, 1913–30

	Gj.sn. fvk (1)	Taps-avskrivninger (SSB) (2)	Korreksjonsposter (3)	Nytt taps-estimat (4)	Tap, % av fvk (5)	Netto-fortjeneste/fvk (6)
1913	853	1,4		1,4	0,16	1,14
1919	4921	8,9		8,9	0,18	1,96
1920	5336	51,1	36	87,1	1,63	0,27
1921	5270	118,4	133	251,4	4,77	-3,17
1922	4805	103,9	236,9	340,8	7,09	-5,66
1923	4198	335,9	-85,9	250,0	5,96	-4,69
1924	3744	117,8	36	153,8	4,11	-2,94
1925	3273	281,6	-120	161,6	4,94	-3,07
1926	3401	193,2	-118	75,2	2,21	-1,05
1927	3033	176,3	-118	58,3	1,92	-1,04
1928	2721	66,9		66,9	2,46	-1,44
1929	2615	41,5		41,5	1,59	0,38
1930	2500	25,5		25,5	1,02	0,85

FVK= Forvaltningskapital

Kilde: SSB, NOS Private Aktiebanker, 1910–38; egne kalkulasjoner på grunnlag av beretninger fra undersøkelseskommisjoner.

Etter at bankproblemene begynte høsten 1920, akselererte krisen gjennom 1921, kulminerte i 1922–23 og «brant ut» i løpet av 1924–25 (se tabell 1). Opptakten og forløpet til 1920-årenes bankkrise fant sted i kapitalismens klassiske liberale periode, som var karakterisert av sterke innslag av laissez-faire i økonomien og uregulerte forretningsbanker, hvilket ga rom for fri banketablering. Dette ble endret som følge av verdenskrigen, og høsten 1918 ble det lovfestet et krav om konsesjon i en midlertidig konsesjonslov, uten at endringen i noen vesentlig grad virket inn på kriseforløpet.²³ I alt 131 forretningsbanker måtte innstille betalingene sine for deretter å bli avvirket, fusjonert med en annen bank eller rekonstruert.²⁴ Dette omfattet også flere av Norges største banker som Centralbanken for Norge, Norges Handelsbank, Andresens Bank og Bergens Kreditbank. De to sistnevnte fusjonerte i 1921 under navnet Foreningsbanken.

Førkrigsårene fra 1910 og frem til krigsutbruddet i 1914 var preget av en jevn og kraftig realøkning i BNP (figur 1).²⁵ I perioden 1900–1905 var produksjonsøkningen ubetydelig, og i 1905 var nasjonalproduktet per innbygger ikke kommet over nivået i 1900.²⁶ Men veksten

23. Dette ble imidlertid endret med en ny lov om aksjebanker og en ny sparebanklov, jf. Knutsen & Ecklund 2000: 98 ff.

24. Beregnet på grunnlag av Engebretsen 1939: 195–201.

25. Keilhau 1927: 298. (Alle figurer knyttet til artikkelen er for øvrig samlet i appendiks.)

26. Hansen & Skoglund 2009: 25.

begynte i 1906, etter at den store bank- og finanskrisen 1899–1904 var over. Fra 1910 fikk profittraten en oppadgående trend, slik figur 2 viser, og det stimulerte utviklingen av en høykonjunktur. Realveksten i BNP lå på 2,5 % i året fra 1905 til 1913. Nominelt vokste økonomien fra 1913 til 1920 hele 22 % i året, mens realveksten i perioden var på 3,3 % årlig. Forskjellen reflekterer inflasjonen. Underliggende for den generelle veksten etter 1905 var en jevnt voksende industriproduksjon frem til et topp-punkt i 1916 (figur 3).

Den økonomiske veksten flatet ut høsten 1914, etter krigsutbruddet, men gikk snart over i en veritabel boom. Dette avtegner seg ved at både BNP og investeringer vokste i 1915–16. Boomen under verdenskrigen var kjennetegnet av en kraftig økning i etterspørselen etter norske varer og skipsfartstjenester fra de krigførende statene. Veksten var spesielt kraftig i skipsfart, hvalfangst og fiskeeksport. Vareproduserende industri fikk også et sterkt oppsving. Men etter å ha nådd en topp i 1920, stupte nominelt BNP hele 27 % gjennom 1921, og fallet fortsatte i 1922 (figur 1). Imidlertid viser figur 1 at inflasjonsjustert BNP falt kraftig allerede fra 1916 til 1918, og veksten var på ny negativ gjennom 1921.

Pengemengden (M2) ble tredoblet i løpet av krigsårene, mens kronens innenlandske kjøpekraft ble redusert med to tredeler. Ekspansjonen av pengemengden skyldtes både forhold knyttet til krigen og hjemlig politikk,²⁷ men ble først og fremst forårsaket av innenlandske næringslivsbeslutninger styrt av realisert profitt og profittforventninger. Den 4. august 1914 suspenderte den norske regjeringen gullstandarden med en provisorisk anordning. Diskontoen ble raskt satt opp til 6,5 % i begynnelsen av august, som følge av krigsutbruddet. Men allerede 20. august senket Norges Bank den til 5,5 %. Deretter lå diskontoen mellom 5 og 5,5 % til desember 1917, og den var helt nede i 4,5 % perioden 29. mai til 18. oktober 1916. Ifølge den nye Norges Banks historie var dette et rentenivå «som i normale tider var et normalt nivå».²⁸ Men forholdene var langt fra normale. Fra desember 1917 steg imidlertid Norges Banks utlånsrente gradvis med totalt 1,5 prosentpoeng frem til 1920, mens rentenivået i kredittmarkedet steg moderat i perioden.²⁹ Realrenten sank derimot betydelig i perioden 1914–20. Kraftig prisstigning i løpet av første verdenskrig førte til at realrenten nådde et bunnivå på minus 25 % i 1918, og den holdt seg negativ til og med utgangen av 1920.³⁰ Det fremgår av dataene at den negative realrenten først og fremst var et resultat av inflasjonen, mens den nominelle renten lå relativt stabilt.³¹

Den viktigste bakenforliggende årsaken til krigsboom og spekulasjon var økt realisert profitt og stigende profittrente gjennom 1915 og 1916 (figur 2). Den negative realrenten og profittforventningene ga et sterkt insentiv til å låne og forklarer, sammen med stigende profittrente, hvorfor kredittetterspørselen steg. Stadig flere personer og bedrifter ønsket å investere for å høste rask og stor profitt. Prisstigningen svekket samtidig arbeidsfolks levekår, og den såkalte dyrtiden utløste omfattende arbeiderdemonstrasjoner.

Det voksende investeringsbehovet og den sterke etterspørselen etter kreditt ble møtt med et økende kreditttilbud fra bankene, og resultatet ble at utlånene vokste i et rasende tempo (figur 4). I perioden 1913–18 vokste forretningsbankenes utlån med utrolige 36 % i året i gjennomsnitt.³² Dette var mulig fordi bankenes likviditet økte betydelig på grunn av en kraftig pengeflom inn i økonomien. Dette skyldtes eksportoverskudd i handelen med de

27. Værholm & Øksendal 2010.

28. Lie, Kobberrød, Thomassen & Rongved 2016: 176.

29. Holter 2000: tab. 1 og 2.

30. Ibid.: 269 og tab. 2, jf. fig. 3.

31. Ibid.: fig. 2 og 3.

32. Knutsen 1991: tab. 1a.

krigførende maktene, særlig når det gjaldt skipsfartstjenester. Overskuddet i utenriksøkonomien genererte gullinnstrømming, som la grunnlag for ytterligere vekst i seddelmengden. Sammen med begrenset tilgang på konsumvarer og råmaterialer til industrien bidro dette sterkt til å fyre opp den kraftige inflasjonen.

Forretningsbankenes antall økte med formidable 59 % fra 1913 til 1918.³³ Økningen i tilveksten av nye banker fant særlig sted fra utgangen av 1916. Bankenes generering av kredittpenge kunne skje som følge av innstrømmingen av likviditet via utenriksøkonomien. Men samtidig medførte forventningene om fremtidig høy avkastning i finanssektoren sterke impulser til økte investeringer. Einar Lie mfl. peker på at den betydelige ekspansjonen i banksektoren «lå til grunn for mye av pengemengdeveksten i perioden».³⁴ Det er gode grunner til å si seg enig i dette standpunktet. Men de underliggende drivkreftene for dette var flere. Norges Bank holdt utvilsomt for lav rente under de ekstraordinære forholdene som krigsøkonomien førte til. Da Hermod Skånland i 1967 publiserte sin undersøkelse av det norske kredittmarkedet, konkluderte han med at hele perioden 1914–20 «var preget av en sterk kreditteksponjon som hadde sin opprinnelse i den likviditetstilførsel som fant sted fra Norges bank og statskassen».³⁵ Norges Bank sto for store utlån, hovedsakelig på grunn av de såkalte politiske lånene. Etterspørselen etter norsk fisk, mineraler og skipsrom vokste kraftig, og striden om disse norske varene og tjenestene ble skarp mellom de krigførende partene. Regjeringen inngikk en fiskeavtale med Storbritannia, som ga britene rett til oppkjøp av 85 % av norsk fangst til fastsatte priser. Norge skulle finansiere de britiske fiskeoppkjøpene, og dette skjedde i form av lån i norske kroner fra Norges Bank. Fiskeavtalen var vesentlig for norsk nøytralitetspolitikk, for sysselsetting og for forsyningssituasjonen, men det var ingen nødvendighet at den måtte finansieres av Norges Bank.³⁶

Som følge av tysk press måtte Norges Bank, etter påtrykk fra regjeringen, yte flere valutalån til Tyskland, som et ledd i handelsavtaler mellom Norge og Tyskland. Formålet med lånene var også å finansiere vareoppkjøp i Norge. Disse politiske lånene bidro til økt inflasjon og pengemengde, samt sterk kreditteksponjon. Bankenes likviditet og kontantreserver økte som følge av store eksportinntekter og som følge av Norges Banks utlånssøkning. Likviditetsøkningen resulterte i at «commercial banks were forced to lend more extensively and rapidly to maintain their profits».³⁷ På grunn av den spekulative boomen ble banksystemet i økende grad sårbart for fallende lønnsomhet. En stor del av industrien, så vel som spekulative investeringer i skipsfart, viste seg også svært sårbare for sviktende lønnsomhet. Mesteparten av slike investeringer i importsubstitusjon ble verdiløse straks krigen var slutt, og all fortjeneste forsvant som dugg for solen.³⁸

Den stigende profitttraten dannet som nevnt kraftige profittforventninger, og den spekulative krigsboomen førte til ekspansjon av fiktiv kapital – det vil si formuesgoder i form av aksjer, andre verdipapirer og gjeldsfordringer.³⁹ Den påfallende sterke veksten i fiktiv kapital viser seg særlig i utviklingen i aksjemarkedet. Antallet nye aksjeselskaper registrert på Kristiania Børs ble nesten tredoblet fra 1913 til 1917, og nyttegnet aksjekapital vokste hele tretten

33. Ibid.: appendiks, tab. 1a; jf. SSB, Norges Aktiebanker 1913 og 1916.

34. Lie mfl. 2016: 174.

35. Skånland 1967: 134.

36. Knutsen 1990: 10 ff.

37. Straumann 2010: 63.

38. Knutsen 1990: 31 ff.

39. Fiktiv kapital er pengekapital som ikke er direkte investert i produktiv virksomhet, men i verdipapirer, finansinstrumenter og rentebærende kapital, som gir krav på fremtidige inntekter av produksjon.

ganger i samme periode.⁴⁰ Kursene i annenhåndsmarkedet steg dramatisk. Det samme gjorde aksjeselskapenes utbytter, som steg fra 8 % i 1913 til hele 21,1 % i 1916.⁴¹ Totalindeksen for aksjene på Kristiania Børs nådde toppen i september 1917, men etter en nedgang inntrådte en ny topp i juni 1918. Deretter stupte indeksen frem til februar 1923 (figur 5a og 5b). Kursene for industri og shipping toppet seg i mars–april 1918. Shippingaksjene femdoblet seg fra mai 1915 til mai 1918. Boligprisindeksen steg også substansielt fra 1915 til 1920, men det etterfølgende fallet på ca. 16 % var relativt moderat sammenlignet med fallet i aksjekursene.⁴² De underliggende fraktratene forklarer mye av investeringsveksten i skipsfartsaksjer, men kostnadene steg også – i perioder mer enn inntektene. Innslaget av spekulasjon i skipsaksjer var betydelig.⁴³ Bankaksjekursene nådde toppen i september 1917, for deretter å falle nærmest kontinuerlig før de flatet ut på et lavt nivå på midten av 1920-tallet. Gjennomsnittlig aksjeutbytte fulgte fallet i profittraten, helt ned til 6,3 % i 1921.⁴⁴

Den kraftige lånefinansierte bobleøkonomien under første verdenskrig kom til et vendepunkt i 1917, og investeringene falt mye både i 1917 og 1918. Det inntrådte riktignok et blaff knyttet til etterkrigsboomen, som det fremgår av de store investeringene i 1919 (figur 2). Men denne utviklingen var en anomali, og forklares ved at mye av dette var investering i vareimport som følge av en sterkt oppdemmet etterspørsel etter forbruksvarer i løpet av krigen.⁴⁵ En stor del av vareimporten besto av en betydelig mengde tobakksvarer. Videre var en vesentlig del investeringer i skip, som var satt i bestilling allerede under krigen. Disse kontraktene viste seg umulige å kansellere. Deretter falt investeringene på ny i 1920 og 1921. Det er rimelig å konkludere med at de reduserte investeringene i fire av fem år i perioden 1917–21 hovedsakelig var en følge av fallet i profittraten slik figur 2 viser, og de var således ikke et resultat av paripolitikk, som Hanisch har hevdet.

Det er ordinær bedriftslogikk og praksis at investeringsplaner vanligvis legges på grunnlag av årsregnskapet og løpende observasjon og vurdering av utviklingen i lønnsomhet. Forståelsen for at når den samlede avkastningen på kapitalen går ned, så vil investeringsgraden også synke, er faktisk en innsikt som deles av de fleste økonomer.⁴⁶ Mange studier, også av Keynesianske økonomer, har dessuten vist at det er endringer i profitt og lønnsomhet som styrer investeringene.⁴⁷ Derfor: «Profitten setter tonen og investeringene danser deretter.» Den nevnte empirien gir også belegg for at årsakssammenhengen går fra lønnsomhet til investering og ikke omvendt, slik Keynes påstår: «[Nothing] can restore profits that does not first restore the volume of investment.»⁴⁸ Dette styrker synspunktet om at profittraten var hoveddrivkraften i konjunktursyklusen.

Etterkrigskrisen

Straks etter at bankkrisen startet i 1920, ble den forverret av faktorer som fulgte av den internasjonale etterkrigskrisen som rammet norsk økonomi høsten 1920: prisfall og økt realrente. Deflasjonen, som slo inn i norsk økonomi som følge av det internasjonale konjunkturtilbakeslaget, trakk nå i motsatt retning av hva prisutviklingen hadde gjort 1913–20.

40. *Beretning fra Kristiania børskomité om Kristiania handel, skipsfart og industri*, 1914–19.

41. SSB, *Historisk statistikk 1968*: tab. 267.

42. Eitrheim & Erlandsen 2004: 349 ff.

43. Keilhau 1927: 315 ff.

44. SSB, *Historisk statistikk 1968*: tab. 267; jfr. fig. 2. i appendiks.

45. Klovland 2016: 248 ff.

46. Freeman 2015.

47. Jf. Mitchell 1941; Tinbergen 1939; Tapia Granados 2013; Maipo 2018; Kliman 2012.

48. Keynes 1978: 343.

Prisfallet resulterte i en svært høy realrente, nær 13 % i 1921 og hele 26 % i 1922. Igjen var dette nærmest fullt ut et resultat av prisendringer.⁴⁹ Derfor ville en høyere diskonteringsrente i Norges Bank hatt liten innflytelse på realrenten. Hvis høy sentralbankrente skulle ha kunnet være effektiv mot spekulasjonen, måtte Norges Bank ha satt den prohibitivt høyt, kanskje 15 %.⁵⁰

Den internasjonale etterkrigs krisen startet i USA rundt årsskiftet 1919/20. Flere land, særlig Japan og Canada, opplevde fall i eksporten til USA. På Tokyobørsen falt aksjeprisene 70–80 % på et halvt år.⁵¹ I løpet av våren og sommeren 1920 ble både jordbruksbaserte økonomier og de industrialiserte landene rammet av prisfall og økende arbeidsløshet. På under et år ble det internasjonale prisnivået nærmest halvert. Norge opplevde et kraftig prisfall fra høsten 1920 til utgangen av 1922. Eksporten falt nærmere 49 % på ett år. Dette kom på toppen av et næringsliv som allerede lå med brukket rygg, og en bankkrise som alt var i gang på grunn av profittratefall og en enorm gjeldsbyrde opparbeidet under krigen. Arbeidsløsheten blant fagorganiserte, hvorav en vesentlig del arbeidet i eksportnæringene, økte fra vel 2 % i 1920 til nærmere 18 % i 1921. Først i løpet av 1922 begynte eksporten å ta seg opp igjen.

Som følge av den tøylesløse spekulasjonsøkonomien under krigen, men primært som følge av fallet i profitraten, som punkterte finansboblen, var store deler av norsk næringsliv som nevnt allerede i dårlig forfatning i 1920. En kombinasjon av dette og deflasjonen, som etterkrigs krisen brakte med seg, forårsaket et konkursskred. Bedrifter og investorer som gikk konkurs, var 386 i 1920 og økte til 1030 i 1921, mens tinglyste utleggsforretninger ble mer enn fordoblet fra vel 10 000 til 22 440 på ett år.⁵² Svekket profitabilitet i bedriftene og bølgen av konkurser førte til betalingsvansker og mislighold av betalingsforpliktelser i et omfang som fikk alvorlige konsekvenser for bankene.

Prisnedgangen i Norge «kom nemlig ikke indenfra», som sjefdirektør Nikolai Rygg i Norges Bank ganske riktig påpekte.⁵³ Den pågående deflasjonen var, som han sa, ikke «resultater av en målbevisst politikk». Den var importert gjennom utenriksøkonomien. I stedet førte Norges Bank bankstøttepolitikk i denne perioden, eller en politikk for produksjonsbeskyttelse, som Francis Sejersted kalte den.⁵⁴ Den offentlige valutakommisjonen som ble nedsatt høsten 1925, karakteriserte Norges Banks pengepolitikk for årene 1921–24 som «den langsomme avviklings vei».⁵⁵ Dette innebar riktignok «å føre kronen opp i den gamle paritet», men det måtte ifølge valutakommisjonen skje langsomt og på en slik måte at produksjon og sysselsetting ble opprettholdt.⁵⁶ Kronestigningen i retning førkrigsparitet startet for alvor først i 1925.

De nye tapsestimatene

I tråd med nyere forskningsarbeider⁵⁷ imøtegår Jan Tore Klovland paripolitikk-tesen i den nye boken om norsk pengehistorie: «The authors who have seen the gold parity policy of Norges Bank as the prime cause of the banking crisis have relied on the original balance sheet

49. Holter 2000.

50. Lie mfl. 2016: 176.

51. Aldcroft 1987: 67.

52. SSB, NOS XII 291, *Historisk statistikk 1978*: tab. 341.

53. Sjefdirektør Ryggs foredrag «Vort lands økonomiske og finansielle forhold i 1921» ved fellesmøte av Norges Banks representantskap, direksjon og representanter for Norges banks avdelinger. Trykt i Aftenpostens morgennummer 22. februar 1922.

54. Sejersted 1973: 66–72.

55. Finansdepartementet 1926: 69.

56. Ibid.

57. Knutsen & Ecklund 2000: kap. 4; Knutsen 2007; Knutsen 2014.

figures, which do not give a correct representation of actual losses.»⁵⁸ De studiene som kom utover på 2000-tallet, hevder at grunnlaget for bankkrisen ble lagt i løpet av den kreditt-drevne spekulasjonsboomen under første verdenskrig og den kortvarige etterkrigsboomen i 1919 og frem til sommeren 1920. Dermed må vi også lete etter de bakenforliggende årsakene til krisen i denne perioden, og særlig må søkelyset rettes mot årene 1914–18. Vi forstår av dette at det er vesentlig å finne ut *når* tapene faktisk oppsto.

Bankkrisen i første halvdel av 1920-årene var preget av så store utlånstap at egenkapitalen forsvant. Forretningsbankene avskrev utlånstap for minst 1,245 milliarder kroner i årene 1920–25, slik det fremgår av tabell 1. Dermed utgjorde bankenes tap nesten 4,5 % av gjennomsnittlig nominelt BNP i disse årene og hele 22 % av bankenes utestående utlån i 1920. Analyse av enkeltbanker, som Norges Bank og Bankinspeksjonen undersøkte i forbindelse med redningsaksjoner, likvidasjon og avviklinger, viser at hovedtyngden av tap som ble avskrevet utover på 1920-tallet, nesten uten unntak var knyttet til risikofylte engasjementer inngått i løpet av boom- og spekulasjonsperiodene under og umiddelbart etter krigen.

La oss derfor se nærmere på grunnlaget for de nye estimatene av forretningsbankenes tap og tapenes periodisering. Tapsestimatene er oppstilt i tabell 1 (kolonne 4), sammen med en del andre regnskapsdata. Tabellen viser på viktige punkt en markant forskjell på SSBs offisielle tapsavskrivninger og de nye tapsestimatene. Den offisielle statistikkens tapstall er for lave for 1920–22 og 1924, mens de er for høye for 1923 og for årene 1925–27. Dette er svært vesentlig for årsaksanalysen.

Den norske Handelsbank A/S måtte innstille sin virksomhet 15. oktober 1924, og søkte seg under offentlig administrasjon. Banken var en av storbankene – den femte største bank i Norge i 1920. Handelsbanken kom i problemer allerede i 1922, og ble utsatt for innskyter-run, etter omfattende rykter om store uavskrevne utlånstap. Fra midten av oktober til midten av desember ble det tatt ut 50 millioner kroner. I april 1923 kom det et nytt run på banken, denne gangen fra sparebanker, andre aksjebanker og større innskytere.⁵⁹ Banken greide å ri av også denne uttaksbølgen, men i slutten av mai sank kursen på Handelsbankens aksjer som en stein, og resultatet ble et tredje innskyter-run.⁶⁰ Bankens administrerende direktør, P. Volckmar, uttalte nå at pågangen fra innskyterne «tar pusten fra oss».⁶¹ Volckmar henvendte seg derfor til statsminister og finansminister Abraham Berge med bønn om statens hjelp, og hjelpen kom i form av et hemmelig innskudd i Handelsbanken på 25 millioner kroner av statskassens midler, og uten at Stortinget ble informert.⁶² Når forholdene kom for dagen, ble det som kjent reist riksrettssak mot Abraham Berge og hans regjering.

Granskningskomitéen som gikk igjennom Handelsbankens virksomhet etter fallitten, oppsummerte at av tapene avskrevet på debitorer for perioden 1919–24 ble 85 % avskrevet i perioden 1920–24.⁶³ Det heter videre at «de vesentlige avskrivninger [er] først foretatt i årene 1923 og 1924. Etter det som her er anført, kan det neppe være tvil om at adskillige av de tap, som ble avskrevet i de to nevnte år, måtte være opplagte på et tidligere tidspunkt og burde vært avskrevet før».⁶⁴ Når det gjelder Trondheimsavdelingens virksomhet, konklude-

58. Klovland 2016: 316, note 16. Forfatterne han viser til, er Hanisch 1979 og Nordvik 1992. Klovland bygger sitt argument i denne sammenheng særlig på Knutsen 2007: 229–233.

59. Knutsen & Ecklund 2000: 95.

60. Ibid.: 95.

61. P. Volckmar til finansminister Abraham Berge, 25. mai 1923. Riksrettstidende 1926–27, dokumentasjonshefte 1. Oslo 1926: 11.

62. St.mld. nr. 12 (1925) m.v. om statens forhold til Den norske Handelsbank.

63. Den norske Handelsbank, Privatarkiv nr. 693 Riksarkivet (RA), hyllenr. 3 B 04951: Den rettslige forundersøkelsen mot banksjef P. Volckmar m.fl. fremlagt i Oslo forhørsrett, mappe I-VIII. Mappe V, dokument 247-2: *Innberetning fra den av Norges Bank nedsatte komité til granskning av Den Norske Handelsbanks anliggender*.

64. Ibid.: 100.

rer granskningskomitéen: «Ved å undlate å foreta avskrivninger av konstaterte tap i tide har man bibragt seg selv og andre uriktige forestillinger om bankens virkelige stilling.»⁶⁵

Norges største bank ved inngangen til verdenskrigen var Centralbanken for Norge. Banken fikk likviditetsproblemer i 1921 som følge av betydelige utlånstap, og problemene ble forverret i 1922. Inntil våren 1922 hadde banken tapt så mye på utlån til store aksjeselskaper at den ikke kunne fortsette uten ny kapitaltilførsel.⁶⁶ Staten iverksatte en omfattende redningsaksjon i samarbeid med Norges Bank og fire av de øvrige storbankene. Men tapene var for store, og Centralbanken måtte kapitulere og ble tatt under offentlig administrasjon i april 1923, for senere å bli likvidert. De ulike granskningene av Centralbanken viste at størstedelen av bankens utlånstap som ble avskrevet, gjaldt tap på engasjementer inngått før banken ble tatt under offentlig administrasjon i april 1923. Den overveiende delen av disse avskrivningene gjaldt utlån gjort i årene 1914–20.⁶⁷ Disse tapene burde vært avskrevet tidligere. Tapene inntil 1922 gjaldt særlig tre grupper av selskaper, nemlig innenlandske banker, treforedlingsindustri og gruvedretak.

Foreningsbanken, altså de fusjonerte Andresens Bank og Bergens Kreditbank, kom i betydelige vansker i løpet av 1922. Store utlånstap førte til at uttakene av innskutte midler fra Andresens bank A/S (dvs. Oslo-avdelingen av Foreningsbanken) ble svært store fra ultimo mars 1921 til ultimo desember 1922.⁶⁸ Tilsvarende utvikling fikk Bergensavdelingen (tidligere Bergens Kreditbank).⁶⁹ Det trakk ut med offentliggjørelsen av den fusjonerte bankens årsregnskap våren 1923. Tidligere statsminister Chr. Michelsen ble anmodet av Norges Bank om å overta ledelsen av banken, sammen med en ny direksjon. Den nye ledelsens gjennomgang viste et samlet tap på 105,8 millioner kroner.⁷⁰ Siden summen av ytterligere påregnelige tap gikk opp i 42 millioner, var faren for innskyter-run på banken stor. I møte med sentralbanksjef Rygg den 10. april ba Michelsen om statsgaranti for banken, «hvortil jeg alene svarte med en hoderysten», skriver Rygg.⁷¹ Bankens kapital var nå sterkt truet. To dager senere kom Michelsen med ny kalkulasjon av kredittbehovet som var nødvendig for å kunne møte tapene, som nå ble anslått til 100 millioner kroner i 1923. Resultatet var at Foreningsbanken måtte tas under offentlig administrasjon i slutten av april 1923. Også for denne banken dreide tapene seg om avskrivninger i perioden 1920–22, hvorav størstedelen skyldtes engasjementer inngått i løpet av krigen.

De eksemplene jeg har sett på her, representerer banker som hadde nærmere 30 % av forretningsbankenes forvaltningskapital i 1920. Det samme tapsmønsteret viser seg også i de andre bankene som kom i vansker. Av alle bokførte tap mellom 1920 og 1925 ble to tredeler avskrevet i årene 1920–24, og størstedelen gjaldt engasjementer inngått inntil 1920.⁷² Tallgrunnlaget for disse estimatene omfatter samtlige forretningsbanker, og inkluderer dermed også mellomstore og mindre banker. Dette innebærer at et betydelig flertall av forretningsbankene – inkludert de som fikk store tap uten å gå konkurs – viser et felles mønster for tapsutviklingen. Analysen av når tapene oppsto og i hvilket omfang, gir solid belegg for de

65. Ibid.: 105.

66. Innberetning fra granskningskomité for Centralbanken for Norge A/S til Norges Bank. Norges Banks arkiv, RA, Representantskapet. Serie I, boks 0001, mappe 6.

67. Notat av funksjonær i Bank og sparebankinspeksjonen Erling Engebretsen, Finansdepartementets arkiv, RA, Finanskontor C, boks 310.

68. Innberetning fra granskningskomitéen vedkommende Andresens Bank, Kristiania. Norges Bank, Representantskapet. Serie I, boks 0001, mappe 3.

69. Innberetning fra granskningskomitéen vedkommende Andresens Bank og Bergens Kreditbank A/S (Foreningsbanken), Bergensavdelingen. Norges Banks arkiv, RA Representantskapet. Serie I, boks 0001, mappe 4.

70. Rygg 1950: 113.

71. Ibid.: 113.

72. Debitorskjemaer til Bankinspeksjonen. Bankinspeksjonens arkiv, RA. Pakke A 468.

nye tapsestimatene. Vi kan derfor konkludere med at grunnlaget for tapene, som ledet til bankkrisen på første halvdel av 1920-tallet, ble lagt i løpet av jobbetiden under første verdenskrig. Vi kan videre slå fast at avskrivningen av tapene skjedde langt senere enn de burde, men at det meste av tap på utlånene likevel var avskrevet innen 1924.

Kronestigningen startet som nevnt for alvor i 1925, mens utlånstapene derimot nådde en markant topp i 1922, som vist i tabell 1. Ettersom hovedtyngden av bankenes tap fant sted i perioden 1921–25 og ikke i perioden 1923–27, kan vi også slå fast empirisk at paripolitikken 1925–27 umulig kan ha vært hovedårsaken til bankkrisen. Det ble ganske enkelt ikke ført noen konsekvent paripolitikk i løpet av første halvdel av 1920-tallet.

Utdypende analyse

Klovland skriver at «the main causes of the banking crisis in the 1920s are rooted in the money glut and speculative frenzy of the war and its immediate aftermath».⁷³ Denne fortolkningen kan et stykke på vei forklare bankkrisen. Men hvorfor oppsto dette store pengeoverskuddet? Klovland peker hovedsakelig på rentepolitikken under verdenskrigen: «Contemporary and later critics undoubtedly have a valid point in claiming that nominal interest rates were kept unduly low during this period.»⁷⁴ Men som jeg har vist foran, var ikke rentepolitikken og den nominelle renten hoveddrivkraften bak veksten i pengemengden. Stigende profittrente og voksende profittforventninger ledet til et kraftig økende investeringsbehov. Dette ble imøtekommet av utlånsvillige banker, som fløt over av likviditet. Den kraftige prisstigningen var et resultat av krigen og mangel på forsyninger. Denne situasjonen førte til negativ rente og en betydelig forsterket etterspørsel etter lån. En nominell rente kapabel til å demme opp for denne utviklingen måtte dessuten ha vært prohibitivt høy. Påstanden om at diskontoen fra 1920 var så høy at «bank- og næringslivskrisen var uunn-gåelig», kan således forkastes.

Den kapitalistiske *kapitalakkumulasjonen* betegner oppsamling av kapital, som investeres med sikte på å oppnå ytterligere profitt.⁷⁵ Økonomiske kriser, i vårt tilfelle finanskriser, skyldes primært et utbrudd av motsetninger i selve akkumulasjonsprosessen. Maksimering av profitt danner grunnlaget for å frembringe ytterligere profitt gjennom investering av pengekapital i realkapital og arbeidskraft.⁷⁶ De fleste forretningsdrivende er innforstått med at kapitalistiske økonomier er profittdrevet. Dersom profittrenten – det vil si lønnsomheten – faller, så reduseres profittmengden, og produksjonen stanser etter hvert som følge av sviktende investeringer. Erfart lønnsomhet, målt ved profittrenten, er derfor avgjørende for de valgene bedriftseiere treffer. Marx vektla at profittrenten fluktuerer på grunn av «motvirkende tendenser».⁷⁷ Profittrentens fallende tendens og mottendensene forenes, og dette samspillet av motsetninger genererer kriser. Generelt blir profittrentens fallende tendens stadig overvunnet ved hjelp av økonomiske kriser, som tenderer til å manifestere seg i kredittsektoren.

Flere av de nyeste historiske studiene jeg har vist til, legger vekt på den internasjonale etterkrigskrisen som hovedårsak til den norske bankkrisen på første halvdel av 1920-tallet. Den internasjonale etterkrigskrisen hadde utvilsomt negativ innvirkning på norsk økonomi.

73. Klovland 2016: 310.

74. Klovland 2016: 297.

75. Deler av profitten skapt i produksjonen blir selvsagt også anvendt til å generere personlig rikdom for kapitaleier.

76. Marx 1981: 349–375.

77. Ibid.: 339–348. Disse motvirkende kreftene består bl.a. i økt arbeidsintensitet, senkning av lønningene under deres verdi, at deler av den konstante kapitalen blir billigere, relativ overbefolkning og økning av den industrielle reservarméen, utenrikshandel og øking av aksjekapital. Militarisering og krigsprofittering kan også være en slik motvirkende faktor.

Men det er ingen nødvendig sammenheng mellom den internasjonale etterkrigs-krisen og en systemisk bankkrise, slik jeg har anført flere eksempler på. England ble rammet av den internasjonale etterkrigs-krisen i årene 1920–22. Likevel hadde engelske banker en stabil, positiv avkastning hele perioden 1920–37.⁷⁸ Da bankkrisen brøt ut høsten 1920, sammenfalt dette ganske riktig med en innstramning av pengepolitikken, slik flere forfattere i varierende grad vektlegger.⁷⁹ Men deflasjonen 1920–22 var i det alt vesentlige en refleks av den internasjonale prisbevegelsen. Pengepolitikken var dessuten knapt noe mer kontraktiv i Norge enn for eksempel i Sverige, som unnslopp et landsomfattende banksammenbrudd.⁸⁰ Tilsvarende gjaldt andre land, som England eller eksempelvis Sveits, som tross en tilsvarende pengepolitikk som Norge unngikk en bankkrise under etterkrigs-krisen.⁸¹ England førte en kraftig parilinje fra 1920, og gullfestet pundet i 1925. Likevel opplevde ikke landet noen bankkrise av betydning.⁸² Hovedgrunnen var at engelske banker fulgte en relativ moderat utlånsstrategi under krigen, faktisk i likhet med enkelte banker i Norge som kom helskinnet gjennom krigsøkonomien, tross relativt store tap. Eksempler her er Kreditkassen og DnC.

Tilgjengelig empiri viser at den gjennomsnittlige profitttraten steg jevnt fra 1910 og skapte en høykonjunktur frem til krigsutbruddet i 1914. Deretter steg profitttraten til en topp i 1916, slik figur 2 viser. Hoveddrivkraften bak denne utviklingen var dels økt realisert profitt og dels kraftig eskalerende *profittforventninger* blant bedriftsledere og investorer. Denne utviklingen stimulerte en kraftig krigsboom, preget av betydelig utlånsvekst, oppblåsing av prisbobler i aktivamarkedene (se bl.a. figurene 4 og 5a+b) og voksende realinvesteringer. Resultatet ble overakkumulasjon av kapital, mens bedriftene og investorene satt igjen med kraftig gjeldsøkning. Dette skapte behov for ødeleggelse av kapital – både pengekapital og realkapital.⁸³ Den finansielle sårbarheten i næringslivet økte betydelig, og dermed tilbøyeligheten til finanskrise.

Etter å ha steget frem til vendepunktet ved utgangen av 1916 sank profitttraten hele tiden frem til 1921, bortsett fra under den korte etterkrigsboomen. Investeringene falt nå som følge av dette. En vesentlig grunn til profitttraten tendens til å falle var veksten i akkumulert fast realkapital i bedriftene. Den vokste årlig i perioden 1910–29, men de ekstraordinære fortjenestene motvirket fallet i profitttraten, inntil vendepunktet ved årsskiftet 1916/17. Reduksjonen i profittvolumet og profitttraten fall genererte en produksjonskrise. Dette illustreres i figur 3, som viser et kraftig trendmessig fall i produksjonen i årene 1916–21. Resultatet var synkende sysselsetting. Realkapitalen fortsatte å øke på bekostning av investering i arbeidskraft, mens profitttraten falt.⁸⁴ Det samme gjorde profittmengden. Derfor begynte arbeidsløsheten å øke blant fagforeningsmedlemmer allerede i løpet av 1917, men særlig kraftig i perioden 1920–22, og deretter i årene 1925–27.⁸⁵ Resultatet ble redusert kjøpekraft hos den arbeidende befolkningen. Fallet i profitttraten forårsaket således fall i samlet aggregert etter-spørsel. Det private konsumet målt i faste priser sank de fleste årene fra utgangen av 1916 til 1925, en klar indikasjon på relativ overproduksjon.⁸⁶ Det samme viser det investeringsfallet jeg har påvist.

Når den internasjonale etterkrigs-krisen rammet Norge med full tyngde i løpet av høsten 1920, inntrådte en kraftig deflasjon. Prisfallet forverret situasjonen i norsk økonomi og for-

78. Knutsen & Ecklund 2000: 126, fig. 4.2.

79. F.eks. Grytten & Hunnes 2016: 184; Hodne & Grytten 2002: 112; Stugu 2015: 64; Thonstad Sandvik 2018: 180.

80. Klovland 2016: 302.

81. Straumann 2010: 67.

82. Jonker & van Zanden 1995.

83. Knutsen 1991: 48 f., jf. tab. 2a–5a.

84. Aukrust & Bjerke 1958: tabellvedlegg.

85. SSB, *Historisk statistikk 1968*, diagram 13.

86. Nasjonalregnskap 1865–1960, NOS XII 163, Oslo 1965: tab. 51.

sterket den ustabiliteten som ble skapt under krigsboomen og den foregående veksten i fiktiv kapital. Men etterkrigsresesjonen kan ikke stå alene som årsaksfaktor når vi skal forklare den norske bankkrisen. Den må settes i sammenheng med de mer grunnleggende og bakenforliggende faktorene som drev utviklingen under krigen og frem til 1920. Dersom vi resonnerer kontrafaktisk og «fjerner» den internasjonale etterkrigskrisen, så ville bankkrisen uansett ha inntruffet på grunn av utviklingen under krigen og den korte etterkrigsboomen.

Antallet konkurser økte fra 386 i 1920 til 1030 i 1921, mens tinglyste utleggsforretninger ble fordoblet fra vel 10 000 til 22 440 på ett år.⁸⁷ Dermed vokste antallet akkordforhandlinger dramatisk, også dette i kjølvannet av fallende profitttrate. Etterkrigskrisen forverret de økonomiske problemene som krigsboomen og den fallende profitttraten hadde skapt. Bankene måtte håndtere et stadig økende mislighold av lån, fulgt av en rekke utlånstap. Stadig flere banker kom i vansker, og måtte stenge dørene som følge av store utlånstap og uhåndterlige likviditetsproblemer.⁸⁸ Flere banker ble utsatt for innskyter-run, og det var tidvis tilløp til bankpanikk.

Konklusjon

På bakgrunn av teori og fremlagt empiri kan jeg nå sammenfatte årsakskjeden frem til bankkrisen: Profittraten steg fra høsten 1914 frem til utgangen av 1916. Den stigende lønnsomheten forsterket høykonjunkturen som allerede var i gang før krigsutbruddet. Med økende profittvolum økte investeringene både i utenriks skipsfart og i hjemlig industri. Dette ga sterkt voksende forventninger om ytterligere, rask profitt. Kreditt, og dermed gjeld, bidro – som vanlig – til å hjelpe investorer med å dra nytte av utsiktene til profitt. Men utstrømmingen av pengekapital fra produksjonssfæren til spekulasjonssfæren førte til at spekulasjonen tok overhånd. Mye ble investert i produksjon, som i stor grad dreide seg om imports substitusjon. Men en voksende del av pengekapitalen ble investert i fiktiv kapital. Prisene på formuesaktiva ble skilt fra verdiskaping og avkastning i produksjonen, hvilket resulterte i inflasjon av aktivapriser – «asset price inflation» – og oppblåsing av en svær kredittboble. Forskjellige forhold knyttet til krigen, som blant annet en omfattende prisstigning, ga en abnorm, negativ realrente. Dette bidro til den massive gjeldsoppbyggingen. Spekulasjonsbølgen i løpet av krigen og den korte etterkrigsboomen etterlot en svært skjør banksektor, samt et sårbart næringsliv. Ustabiliteten både i finanssektoren og i ikke-finansiell sektor var stor.

Kredittboblen sprakk når profitabiliteten sank fra utgangen av 1916, og investeringene falt som følge av dette. Aksjemarkedet kollapset allerede høsten 1918, og eiendomsmarkedet sviktet. En oppgang i lønnsomheten under den korte etterkrigsboomen kunne ikke motvirke den negative lønnsomhetsutviklingen. Høsten 1920 brøt bankkrisen ut, og den ble forverret fra 1921 på grunn av den internasjonale etterkrigskrisen.

Litteratur

- Aldcroft, D.H. (1987). *From Versailles to Wall Street 1919–1929*. Hammondsorth: Penguin.
- Aukrust, O., & Bjerke, J. (1958). *Realkapital og økonomisk vekst 1900–1956*. Oslo: SSB.
- Børs- og handelskomiteen i Christiania. (1914–19). *Beretning om Kristiania Handel, Skipsfart og Industri i året*. Kristiania: Kristiania Børs.

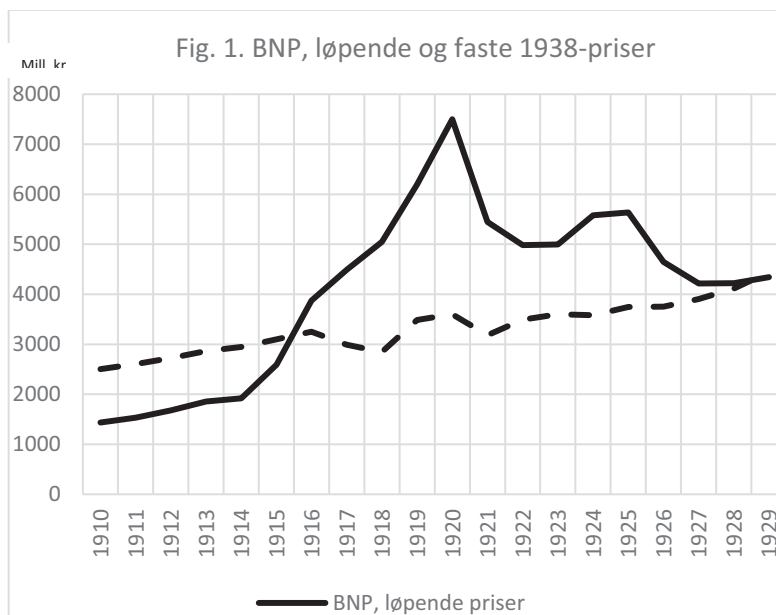
87. SSB, *Historisk statistikk 1978*, tab. 341.

88. Knutsen 2007: 167.

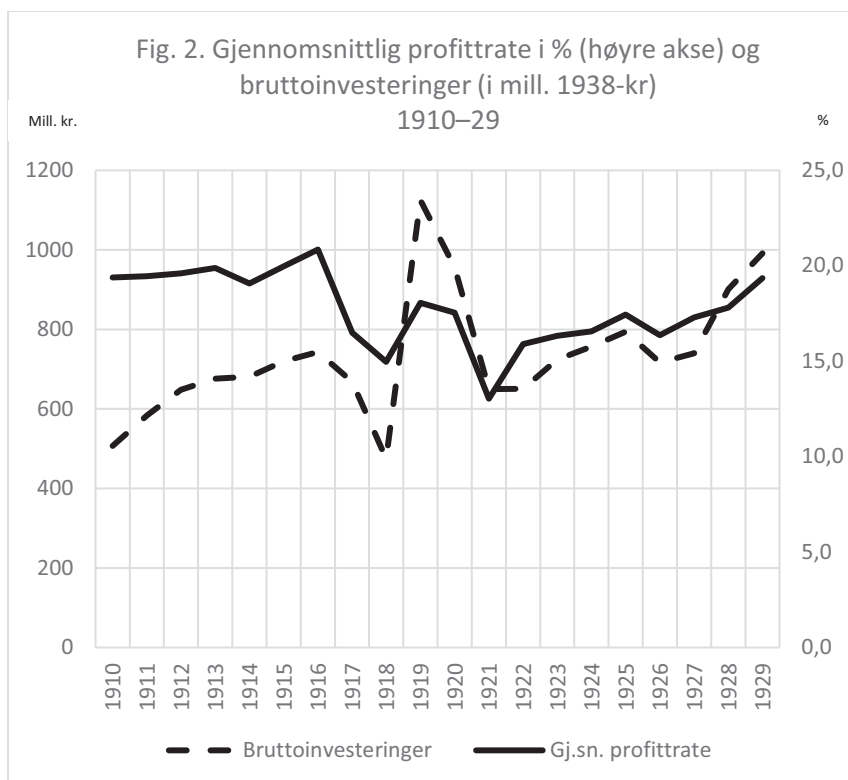
- Eitrheim, Ø., & Erlandsen, S.K. (2004). House price indices for Norway 1819–2003. I Ø. Eitrheim, J.T. Klovland & J.F. Qvigstad (red.), *Historical monetary statistics for Norway 1819–2003* (s. 349–375). Oslo: Norges Bank.
- Engebretsen, E. (1939). *Norsk bankvesen: Et historisk riss med særlig vekt på forholdene etter verdenskrigen*. Oslo: Johan Grundt Tanum.
- Finansdepartementet. (1926). *Innstilling fra Valutakomiteen av september 1925*. Oslo.
- Freeman, A. (2015). Social structures of disaccumulation: A 101 on the rate of profit and the cause of crisis. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/69649/>
- Freeman, A., & Carchedi, G. (1996). *Marx and non-equilibrium economics*, bd. 67. Cheltenham, UK, og Brookfield, WI: Edward Elgar.
- Furre, B. (1991). *Vårt hundreår: Norsk historie 1905–1990*. Oslo: Samlaget.
- Grytten, O.H., & Hunnes, A. (2016). *Krakk og kriser i historisk perspektiv*. Oslo: Cappelen Damm Akademisk.
- Hanisch, T.J. (1979). Virkninger av paripolitikken. *Historisk tidsskrift*, 58(3), 239–268.
- Hanisch, T.J. (1996). *Om valget av det gode samfunn: Artikler om økonomi og historie*. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Hanisch, T.J., Søilen, E., & Ecklund, G. (1999). *Norsk økonomisk politikk i det 20. århundre*. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Hansen, S., & Skoglund, T. (2009). Sysselsetting og lønn i historiske nasjonalregnskaper. Beregninger 1900–1930. I *Notater SSB/38* (s. 1–37). Oslo: SSB.
- Hodne, F., & Grytten, O.H. (2002). *Norsk økonomi i det 20. århundre*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Holter, J.P. (2000). Historisk rentestatistikk 1820–1999. *Penger og Kreditt*, (4), 269–277.
- Jonker, J., & van Zanden, J.L. (1995). Method in the madness? Banking crises between the wars, an international comparison. I C.H. Feinstein (red.), *Banking, currency, and finance in Europe between the wars* (s. 77–93). New York og Oxford: Oxford University Press.
- Keilhau, W. (1927). *Norge og verdenskrigen*. Oslo: Aschehoug.
- Keynes, J.M. (1978). *The collected writings of John Maynard Keynes*, bd. 13. London: Royal Economic Society.
- Kjeldstadli, K. (1994). *Et splittet samfunn 1905–1935*, bd. 10 av *Aschehougs norgeshistorie*. Oslo: Aschehoug.
- Kliman, A. (2007). *Reclaiming Marx's capital: A refutation of the myth of inconsistency*. Landham, MD: Lexington Books.
- Kliman, A. (2012). *The failure of capitalist production: Underlying causes of the Great Recession*. London: Pluto.
- Klovland, J.T. (2015). *Measuring trends and cycles of total industrial production in Norway 1896–1948*. Oslo: Norges Bank.
- Klovland, J.T. (2016). Bank crises and resumption of prewar gold parity, 1920–1928. I Ø. Eitrheim, J.T. Klovland & L.F. Øksendal (red.), *A monetary history of Norway* (s. 301–347). Cambridge: Cambridge University Press.
- Knutsen, S. (1990). *Noen merknader til relasjonene stat-bank-bedrift under jobbetiden 1914–20* (Det nye pengesamfunnet: Research on Banking, Capital and Society, nr. 13). Oslo.
- Knutsen, S. (1991). From expansion to panic and crash: The Norwegian banking system and its customers 1913–1924. *Scandinavian Economic History Review*, 39(3), 41–71.
DOI: <https://doi.org/10.1080/03585522.1991.10408234>
- Knutsen, S. (2007). *Staten og kapitalen i det 20. århundre: Regulering, kriser og endring i det norske finanssystemet 1900–2005* (avhandling nr. 287, dr.philos.). Det humanistiske fakultet, Universitetet i Oslo. Oslo: Unipub.

- Knutsen, S. (2014). Norske bankkriser siden 1880: Særskilte trekk og felles mønstre. I E. Ekberg, M. Lönnborg & C. Myrvang (red.), *Næringsliv og historie* (s. 93–124). Oslo: Pax.
- Knutsen, S., & Ecklund, G. (2000). *Vern mot kriser: Norsk finanstilsyn gjennom 100 år*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Lie, E., Kobberrød, J.T., Thomassen, E., & Rongved, G.F. (2016). *Norges Bank 1816–2016*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Maipo, E.E. (2018). The tendency of the rate of profit to fall since the nineteenth century and a world rate of profit. I G. Carchedi & M. Roberts (red.), *World in crisis: A global analysis of Marx's law of profitability* (s. 129–156). Chicago: Haymarket Books.
- Marx, K. (1981). *Capital*, bd. 3. London: Penguin.
- Mitchell, W.C. (1941). *Business cycles and their causes: A new edition of Mitchell's Business Cycles*, del 3. Oakland, CA: University of California Press.
- Nordvik, H.W. (1992). Bankkrise, bankstruktur og bankpolitikk i Norge i mellomkrigstiden. *Historisk tidsskrift*, 71(2), 170–192.
- Nordvik, H.W. (1995). Norwegian banking in the inter-war period: A scandinavian perspective. I C.H. Feinstein (red.), *Banking, currency and finance in Europe between the wars* (s. 435–457). New York og Oxford: Oxford University Press.
- Ohman Nielsen, M.-B. (2011). *Norvegr*, bd. 4. Oslo: Aschehoug.
- Pot, N., & Kliman, A. (Red.). (2015). *Is Marx's theory of profit right? The Simultaneist-Temporalist debate*. Lanham, MD: Lexington Books.
- Rygg, N. (1950). *Norges Bank i mellomkrigstiden*. Oslo: Gyldendal.
- Schwartz, A. (1986). Real and pseudo-financial crises. I F. Capie & G.E. Wood (red.), *Financial crises and the world banking system* (s. 271–288). Basingstoke: Macmillan.
- Sejersted, F. (1973). *Ideal, teori og virkelighet: Nicolai Rygg og pengepolitikken i 1920-årene*. Oslo: Cappelen.
- Skånland, H. (1967). *Det norske kredittmarked siden 1900* (Samfunnsøkonomiske studier 19). Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- SSB. (1969). *Historisk Statistikk 1968*. NOS XII 245. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- SSB. (1953). *Nasjonalregnskap 1900–1929*. NOS XI 143. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- SSB. (1965). *Nasjonalregnskap 1865–1960*. NOS XII 163. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- SSB. (1910–1939). *Norges Aktiebanker 1910–1938*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- SSB. (1949). *Statistiske Oversikter 1948*. NOS X 178. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- Steedman, I. (1977). *Marx after Sraffa*. London: New Left Books.
- Straumann, T. (2010). *Fixed ideas of money: Small states and exchange regimes in the twentieth-century Europe*. New York: Cambridge University Press.
- Stugu, O.S. (2015). *Norsk historie etter 1905: Vegen mot velstandslandet* (2. utg.). Oslo: Samlaget.
- Tapia Granados, J.A. (2013). Does investment call the tune? Empirical evidence and endogenous theories of the business cycle. I P. Zarembka (red.), *Contradictions: Finance, greed, and labor unequally paid* (Research in Political Economy 28) (s. 229–259). Bingley: Emerald.
DOI: [https://doi.org/10.1108/s0161-7230\(2013\)0000028009](https://doi.org/10.1108/s0161-7230(2013)0000028009)
- Thonstad Sandvik, P. (2018). *Nasjonens velstand: Norges økonomiske historie 1800–1940*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Tinbergen, J. (1939). *Statistical testing of business-cycle theories: A method and its application to investment theory*, bd. 2. Genève: League of Nations – Economic intelligence service.
- Værholm, M. & Øksendal, L.F. (2010). Letting the anchor go: Monetary policy in neutral Norway during World War I. *Norges Bank's bicentenary project*. Oslo.

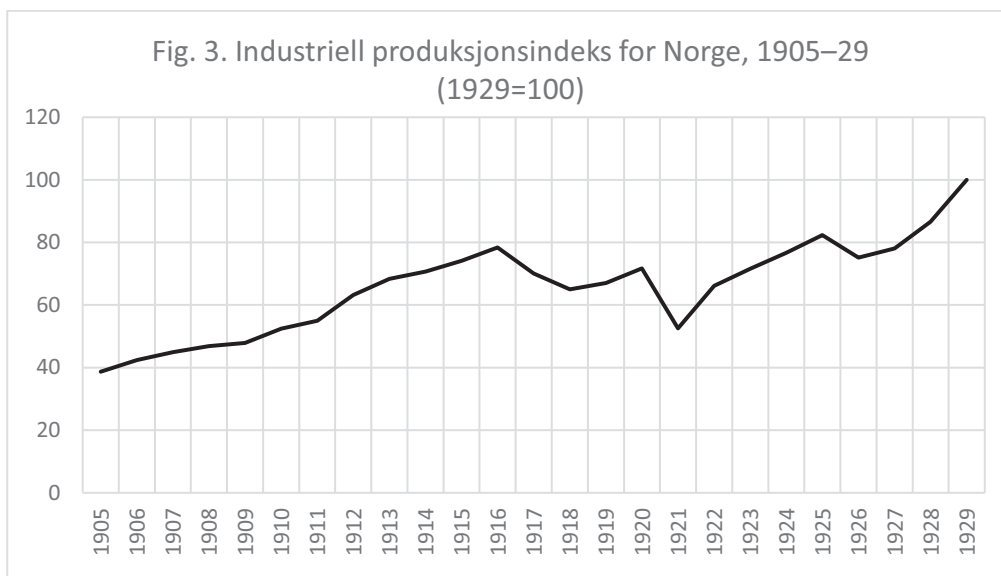
Appendiks: Bankkrisen. Figurer



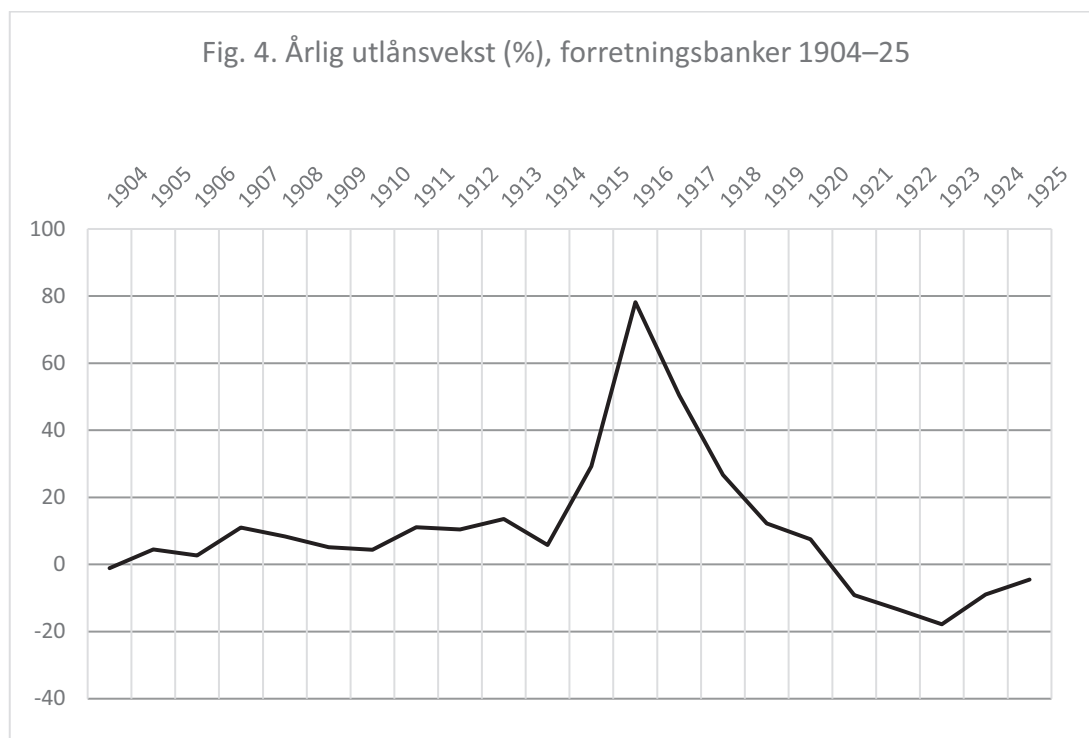
Kilde: NOS XI.143, Nasjonalregnskap 1900–1929, tab. 14 og NOS XII. 163, Nasjonalregnskap 1865–1960, tab. 49.



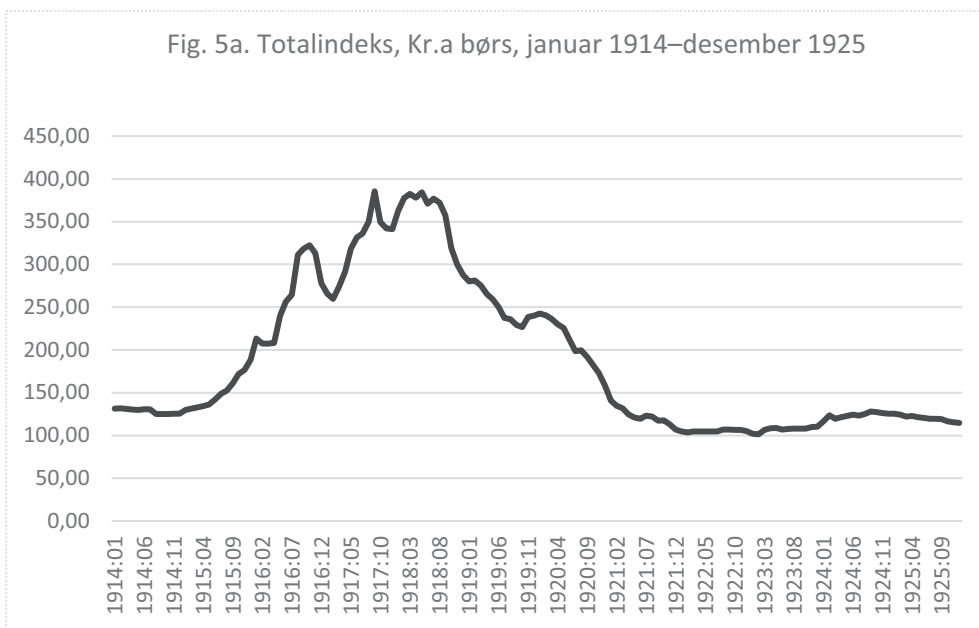
Kilder: Aukrust & Bjerke 1958: tabellvedlegg; SSB SØS 2; SSB, Folketellingene 1900, 1910, 1920 og 1930; Norges Bank, Nominal Wages by Industry, 1726–2006; Nasjonalregnskap 1900–1929, tab. 14 og 15; NOS XII. 163, Nasjonalregnskap 1865–1960, tab. 54.



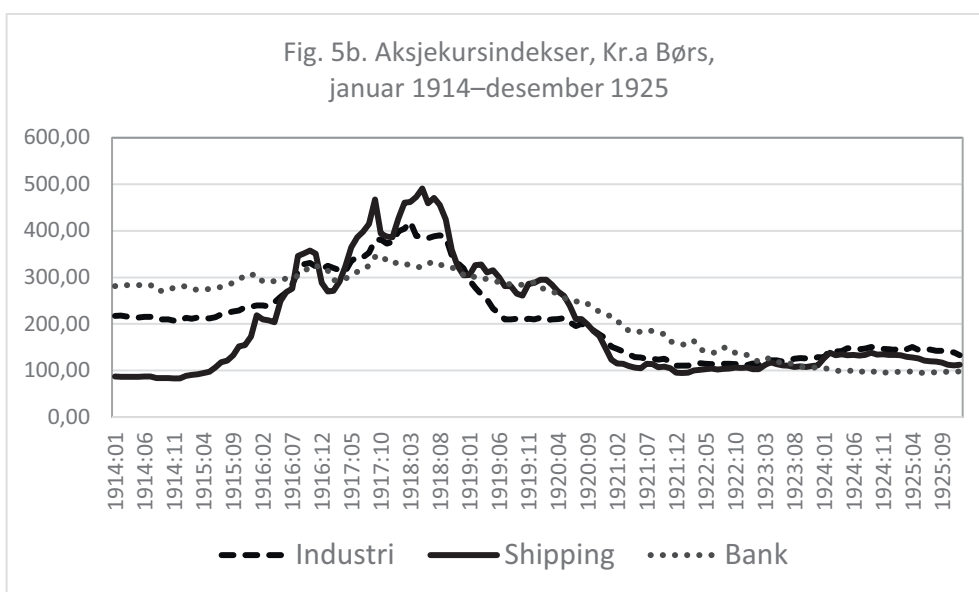
Kilde: Klovland 2015.



Kilde: Historical Monetary Statistics for Norway 1819–2003; NOS X. 178. Statistiske oversikter 1948; NOS Norges Aktiebanks, 1910–1938.



Kilde: Historical Monetary Statistics for Norway 1819–2003: 336 ff.



Kilde: Historical Monetary Statistics for Norway 1819–2003: 336 ff.