

Det danske Obligationsmarked under Krigen.

Af Bent Tegldal Nielsen. ¹⁾

Naar man i Danmark taler om Kapitalmarkedet, tænker man i første Række paa Børsen, og det er da ogsaa rigtigt, at Kapitalmarkedets vigtigste Led er Obligationsmarkedet. Man kan endda sige, at Kreditforeningssystemet har erobret en saa stor Del af vor Realkredit, at Renteniveauet i Danmark er identisk med den effektive Rente af Kreditforeningsobligationer. Heraf fremgaar det, hvilken overordentlig Betydning Børsens Obligationsmarked har for vort økonomiske Liv.

Medens det under forrige Krig og i Tiden derefter var Aktierne, der dominerede Børslivet, har det under denne Krig været Obligationerne, der har spillet langt den største Rolle, medens Aktierne kun momentvis har kunnet paakalde Interesse.

1. *Krigsudbruddets Indvirkning paa Obligationskurserne.*

Der er et gammelt Ord der siger, at Børsen aldrig lader sig overrumple, og ogsaa ved Krigens Udbrud holdt dette Ord Stik. Gennem Slutningen af Trediverne saa man Obligationskurserne svinge i Takt med de storpolitiske Begivenheder, som Verden blev stillet overfor, og hen paa Sommeren 1939, da man indsaa, at Krigsfaren var overhængende, indtraadte et kraftigt og pludseligt Kursfald. I Løbet af August Maaned 1939 faldt saaledes Obligationskurserne 4—5 0/0. Ved Krigens Udbrud den 1. September lukkedes Københavns Fondsbørs, idet det vante Grundlag for børs-mæssig Vurdering med et Slag var blevet forrykket. Herved undgik man voldsomme og uovervejede Kursudsving, hvis samfundsmæssige Rækkevidde ingen kunde overse.

Efter Forhandling mellem de interesserede Parter blev Børsen genaabnet den 12. September. Samtidig traadte forskellige Restriktioner i Kraft, der for Obligationernes Vedkommende kun tillod et Kursfald

¹⁾ Stud. merc., Bankassistent.

paa 2 % i Forhold til de den 31. August 1939 noterede Køberkurser. Da der imidlertid kom mange Salgsordrer frem i Obligationer, blev Minimumskursen snart naaet, og Handelen gik efterhaanden helt i Staa. Man indsaa da ogsaa hurtigt, at de indførte Restriktioner var for usmidige, og den 25. September ændredes Bestemmelserne derhen, at et Kursfald daglig paa 1 % blev tilladt, medens der ingen Maksimumskurs blev fastsat. I de følgende Dage faldt Kurserne yderligere, men henimod September Maanedes Slutning stabiliseredes de paa et Niveau, der var ca. 8—10 % lavere end ved Juni Maanedes Begyndelse, og paa dette Niveau holdt Obligationerne sig i de følgende Maaneder. Aarsagen til dette stærke Kursfald maa ses i de usikre Fremtidsudsigter, som var gældende for Danmark ved Krigsudbruddet, hvorfor alle vilde gøre sig likvide; men efterhaanden faldt der Ro over Sindene og dermed over Kurserne.

2. Kursudviklingen under Krigen og de ledige Penge.

Den Uhyggestemning, der i Begyndelsen af 1940 hvilede saa tungt over Landet, fik naturligvis ogsaa Indflydelse paa Børskurserne, og fra Januar Maanedes Slutning fik den almindelige Uro, der havde grebet alle, Obligationskurserne til at falde stærkt. Omkring 1. Marts naaedes Bunden, men da var Kurserne ogsaa kommet næsten lige saa langt ned som i September 1931, da Sterlingkrisen rystede Fondsbørsen. Som Eksempel kan nævnes, at 4 % Østifternes Kreditforeningsobligationer 14. Serie naaede ned i 71 %, d. v. s. et Fald paa $7\frac{3}{4}$ % siden Nytaar. Se iøvrigt Oversigten nedenfor.

Da Krigen den 9. April 1940 brød ind over Danmark, blev Fondsbørsen straks lukket. Begivenhederne den Dag omkalfatrede paa een Gang det kendte og tilvante, saaledes at Fremtidsbedømmelse blev umulig. Efterhaanden faldt der dog Ro over Sindene, og efter 7 Ugers Forløb blev Obligationsnoteringen genoptaget med uændrede Restriktioner. Det store Spørgsmaal var nu, hvorledes Markedet vilde udvikle sig; der var jo Forhold nok, som kunde skabe Tvivl og Usikkerhed, men Udviklingen gjorde alt Sortsyn til Skamme. Thi hvad skete i Virkeligheden? En Hausse, som ingen havde tænkt sig Muligheden af, satte ind og bragte i Løbet af Aarets sidste 7 Maaneder Kurserne op paa et Niveau, man ikke havde set siden de store Konverteringsbestræbelser i 1934.

Det er naturligt at spørge, hvad der saa fuldstændigt kunde vende Børsstemningen fra den sorteste Pessimisme i Aarets Begyndelse til den hausseagtige Stigning henimod Aarets Slutning.

Først maa det paapeges, at der i Løbet af den Tid Børsen havde været lukket, i ledende Børskredse var opstaaet en Tillid til den fremtidige Udvikling paa Børsen, saaledes at Markedet kunde støttes. Grunden til at man paa ledende Hold bedømte Obligationsmarkedets Fremtid saa gunstigt maa søges i 3 Forhold. For det første var Landbrugets Rentabilitet blevet væsentlig forbedret, efter at Tyskland nu alene overtog hele vor Landbrugseksport til Priser, der set fra et Landbrugssynspunkt var fordelagtige. Dernæst var Tilgangen af nye Obligationer blevet mindre, idet Byggeriet grundet paa Materialeangel efterhaanden indskrænkedes. Den vigtigste Grund til at vente højere Kurser var vel imidlertid en Forudanselse af den Pengerigelighed, der maatte komme som Følge af de særlige Vilkaar, som Besættelsen havde skabt for vort Land.

Betingelserne for Fremkomsten af den Pengerigelighed, der efterhaanden opstod saavel i Danmark som i de øvrige besatte Lande, er velkendte og skal derfor her kun omtales ganske kort. Efter at vore Handelsforbindelser mod Vest ved Besættelsen blev afbrudte, havde vi i det store og hele kun Tyskland at handle med, og da vi paa en Mængde Omraader var ude af Stand til at importere sydfra hvad vi havde behov, blev Resultatet, at vore Varelagre efterhaanden blev realiserede, og i Stedet for Varer fik Handelen og Industrien en Mængde ledige Penge. Samtidig blev vor Landbrugseksport til Tyskland finansieret paa den Maade, at Nationalbanken udbetalte til Landbruget Provenuet af Eksporten, og i Stedet fik Banken saa et Tilgodehavende (garanteret af Staten) i Tyskland. Endvidere blev lidt efter lidt en Mængde Værnemagtsarbejder sat i Gang her i Landet, og ogsaa paa den Maade blev mange Penge pumpet ud i Omsætningen.

Den Kursstigning, der satte ind ved Børsens Genaabning, kulminerede i November Maaned 1940, og derefter fulgte en Reaktion, idet mange mente, at der ved Krigens Ophør maatte komme et større Kursfald. Man ræsonnerede som saa, at mange af dem, der nu købte Obligationer for deres ledige Penge, naar Freden kom straks vilde sælge igen for atter at være likvide, og derved vilde Kurserne blive trykkede. I April Maaned 1941 indtræder atter en Vending, idet Tysklands militære Operationer stadig udspændes over større Dele af Kontinentet og saaledes ikke giver Haab om en snarlig Krigsafslutning. Denne Udvikling paa Børsen forstærkes yderligere ved Tysklands Angreb paa Sovjet-Unionen i Juni 1941, og i August Maaned naar 4 % Østifternes Kreditforeningsobligationer 14. Serie helt op i $95\frac{3}{4}$ %. Den Svaghedsperiode, der derefter fulgte, blev i November atter afløst af Stigninger, der først kulminerede i Sommeren 1942.

Oversigt over Kurserne under Krigen for et lille Udvalg af Papirer.

	²¹ / ₈ 1939	⁸ / ₄ 1940	²¹ / ₁₂ 1940	²¹ / ₁₂ 1941	²¹ / ₁₂ 1942	²¹ / ₁₂ 1943	²¹ / ₁₂ 1944	²¹ / ₁₂ 1945
4 ¹ / ₂ % Kbhvn. Kreditf. 10.	90	78 ¹ / ₂	92	98	102 ³ / ₄	102 ³ / ₄	104	104
4 % Østift. Kreditf. 14....	84 ³ / ₄	73 ³ / ₄	88 ¹ / ₂	92 ¹ / ₂	98	98 ¹ / ₄	102	102 ³ / ₄
3 ¹ / ₂ % Jydsk Landk. 8. . .	77 ¹ / ₄	64 ¹ / ₄	84 ¹ / ₂	83 ¹ / ₂	87	89 ³ / ₄	94	96
4 % Vest-sønderj. 10. . . .	79 ¹ / ₂	68	85 ³ / ₄	88 ³ / ₄	96 ¹ / ₂	98	102 ¹ / ₄	103
5 % Kbhvn. Hyp. 3½ 110	96 ¹ / ₂	84 ³ / ₄	94 ¹ / ₂	101 ³ / ₄	109 ¹ / ₄	108 ³ / ₄	113 ¹ / ₂	114 ³ / ₄

Aarsagen til de store Stigninger maa som omtalt søges i den voksende Pengerigelighed som Følge af den store Vækst i Nationalbankens Tysklandstilgodehavender igennem Aarene. Dette betød jo, at en stadig større Mængde ledige Penge, der ikke gerne skulde anbringes fast, og som iøvrigt heller ikke let kunde finde lokkende Anbringelsesmuligheder, dog skulde have nogen Forrentning. Mange søgte derfor Anbringelse i Obligationer, og andre indsatte Pengene i Banker og Sparekasser. Disse Institutioners Kassebeholdninger voksede kraftigt, og der købtes mange Obligationer, saaledes at en hel Del ledige Penge alligevel indirekte havnede paa Obligationsmarkedet. I denne Forbindelse maa ogsaa nævnes Forsikringsselskaberne, der under Krigen har oplevet en kraftig Stigning i Nytegningen af Forsikringer, især Livsforsikringer. Selskaberne har ikke set paa denne Nytegning med udelt Glæde, idet man er klar over, at den skyldes disse Aars særlige Pengerigelighed; men det bevirkede, at Livsforsikringsselskaberne i stor Stil har optraadt som Købere af Obligationer under hele Krigen.

Som tidligere nævnt naaede Obligationskurserne i Løbet af For sommeren 1942 nye Højder, og efter et højt Kursniveau hele Sommeren gav Kurserne i den sidste Del af Aaret noget efter, som det vil ses af nedenstaaende Kurve, især for 3¹/₂ % Papirernes Vedkommende. De høje Kurser i Sommeren 1942 gjorde for Alvor Konverteringstanken aktuel, idet nu 4 % Papirer i mange Tilfælde kun stod ca. 4 Procent under 4¹/₂ % Papirerne. Om de sidste Aars store Konverteringer skal der gøres nærmere Rede nedenfor (Afsnit 4, Side 212 ff.).

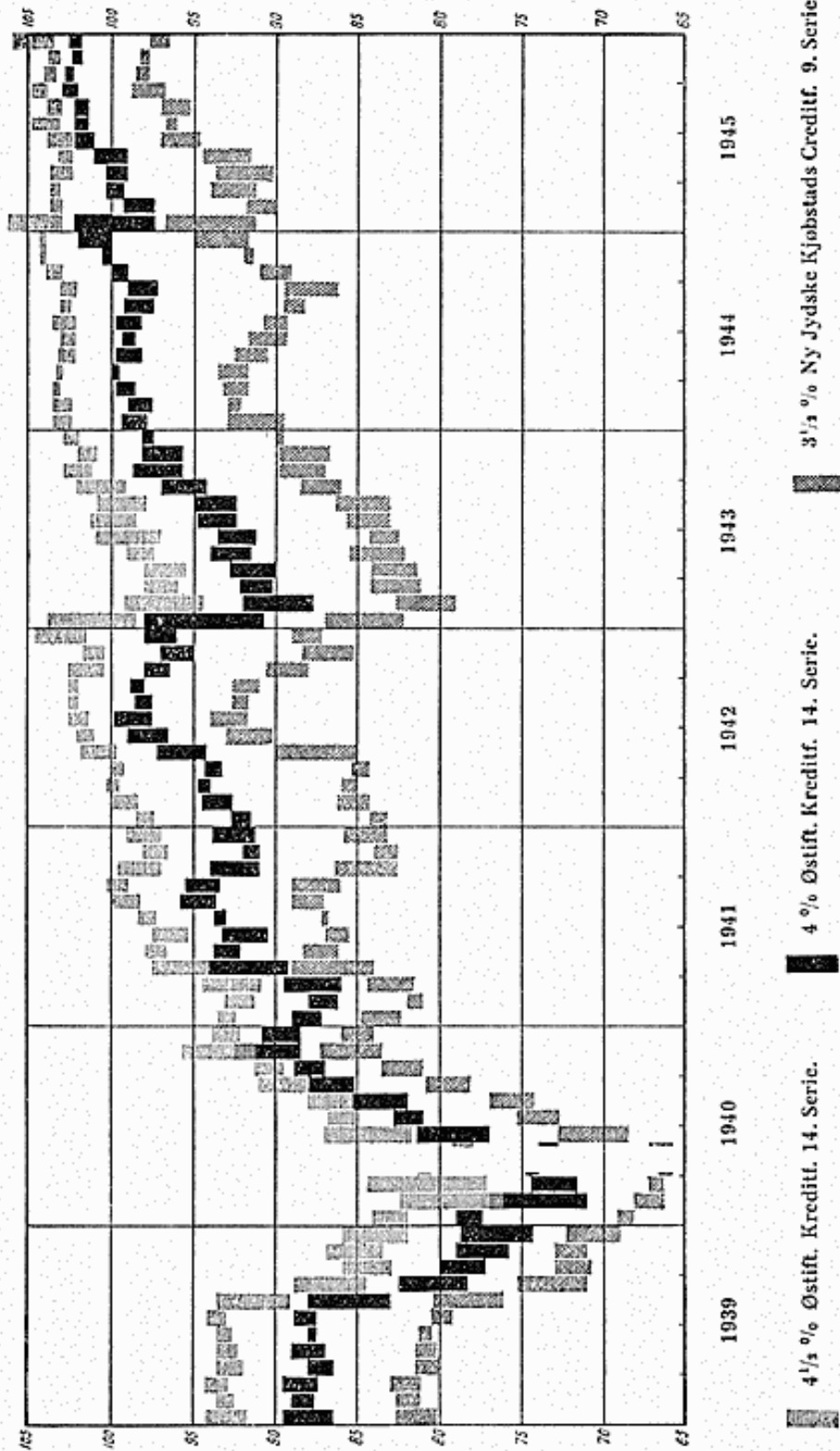
Foranlediget af de høje Kurser under Krigen var allerede paa dette Tidspunkt Begrebet »korte Penge« blevet aktuelt. Herved forstaas almindeligvis en Anbringelse af Midler paa kort Sigt, d. v. s. fra ¹/₂ Aar til 4—5 Aar, og under Krigen har dette faaet særlig Betydning for mange Selskaber og Pengeinstitutter og da ganske særlig for Bankerne. Paa mange Omraader var Bankernes Fortjenstmuligheder svundet ind, samtidig med at Indskudene i Takt med Pengerigeligheden voksede

med stigende Hastighed. For da at kunne tjene blot til en lille Forrentning af alle disse Indskud, kastede Bankerne sig over Mulighederne for Placering af Penge paa kort Sigt og fandt paa Obligationsmarkedet en kærkommen Mulighed for saadan passende Anbringelse. »Korte Obligationer« forbinder Muligheden for Realisation til enhver Tid med Fordelen ved, at Risikoen for Kurstab er minimal, og under hele Krigen har man da ogsaa iagttaget en stigende Interesse for korte Papirer ikke alene fra Bankernes Side, men fra hele Erhvervslivet, hvor lønnende Anbringelse af midlertidig ledig Kapital voldte Vanskeligheder. Efterhaanden som Pengerigeligheden voksede, steg ogsaa Efterspørgslen efter de korte Papirer, og Kurserne gik i Vejret. Ved Krigens Afslutning regnede man i Bankerne en Forrentning paa godt 1 % p. a. for Papirer med 1 Aars Løbetid for tilfredsstillende eller i al Fald akseptabel.

I Løbet af Januar og Februar 1943 indtraadte paa Børsen et kraftigt Kursfald foranlediget af Tysklands svigtende Krigslykke paa alle Fronter og et deraf næret Haab om en nærmere forestaaende Krigsafslutning. Især gik Kursfaldet ud over $3\frac{1}{2}$ % Papirerne, idet disse Papirer var steget mest i den foregaaende Tid; men iøvrigt var Kursfaldet saa kraftigt for alle Kategorier af Papirer, at Muligheden for Konvertering for længere Tid var ødelagt. Iøvrigt er det interessant at se, at dette Kursfald i Virkeligheden var sidste Gang, hvor udenrigspolitiske Begivenheder formaaede i større Omfang at indvirke paa vort Obligationsmarked, idet nu vore hjemlige Problemer og da ganske særlig Pengerigeligheden herefter var saa tungtvejende, at de i det store og hele alene var bestemmende for Markedets Udvikling. Fra Marts 1943 stiger Kurserne jævnt gennem hele 1943, og henimod Aarets Slutning byder Kurserne atter Mulighed for Konvertering fra $4\frac{1}{2}$ % til 4 %.

Ved Nytaar 1944 ligger Kursniveauet igen meget højt, f. Eks. er 4 % Østifternes Kreditforeningsobligationer 14. Serie i $98\frac{1}{4}$ %. Udviklingen bestemmes nu i meget høj Grad af Nationalbankens Balance, der for hver Maaned viser ny kraftig Stigning paa de to Konti, hvorover vort økonomiske Mellemværende med Tyskland bogføres, nemlig »Clearing Konti med Ulandet« og »Forskellige Debitorer«. Disse to Konti viste pr. 31. December 1943 et Tilgodehavende i vor Favor paa ca. 4,5 Milliarder Kr. I Januar 1944 gaar Kurserne yderligere op og ligger derefter ret stabilt i de følgende Maaneder. Hen paa Foraaret begynder Markedet for $3\frac{1}{2}$ % Papirerne imidlertid at blive usikkert, og i Løbet af Sommeren falder denne Gruppe af Papirer kraftigt, men i September retter de sig igen og slutter Aaret paa et højere Niveau end ved Nytaar. For $4\frac{1}{2}$ % og 4 % Papirerne bragte Aaret et ret roligt Kursniveau, der muliggjorde Konvertering i stor Udstrækning. Hvad

Overblik over de senere Aars Kursudsving for 3 typiske Obligationsserier.
(Hver Søjle angiver højeste og laveste Kurs indenfor hver enkelt Maaned).



der i Løbet af 1944 ogsaa øvede en vis Indvirkning paa Kursniveauet var, som vi senere skal se, Statens store Emissioner, og hvad der derud af kunde læses om vort fremtidige Renteniveau.

Hvad der i det foregaaende er sagt om de Faktorer, der hidtil paavirkede Obligationernes Kurser, gælder i lige saa høj Grad for 1945 indtil Tysklands Kapitulation og for den Sags Skyld ogsaa for de nærmeste Maaneder derefter. Aaret 1945 begyndte med et meget højt Kursniveau, fremkaldt af den stærke Efterspørgsel til Erstatningskøb for de store Udtrækninger, som Kreditforeningerne havde foretaget pr. December-Januar Termin. Da denne særlige Efterspørgsel var tilfredsstillet, begyndte Kurserne atter at vige, og denne Nedgang varede ved, indtil Kurserne stabiliseredes paa et Niveau, der var 3—5 % lavere end ved Nytaar. Da det var øjensynligt for enhver, at Krigens Afslutning i Europa kun var et Spørgsmaal om Dage eller Uger, indtraadte et Kursfald paa $1\frac{1}{2}$ —2 %, men derefter rettede Kurserne sig, og Børsen oplevede ingen sorte Dage, da Freden var en Kendsgerning. Aarsagen til denne Udvikling, som i Krigens første Aar ingen vilde have troet mulig, var som nævnt, at man indsaa, at Pengerigeligheden vilde vare ved længe endnu, og samtidig medvirkede den Kendsgerning, at en Del større Institutioner, der normalt ved Nytaarstid skulde foretage store Indkøb, havde ventet, indtil Freden kom, for at købe billigere. Dette medførte, at da Kurserne var faldet $1\frac{1}{2}$ —2 %, gik Kursfaldet i Staa, fordi mange nu vilde sikre sig Papirer, inden en Stigning atter indtraadte.

De første Maaneder efter Tysklands Kapitulation har Kursniveauet været stigende, bl. a. fordi den megen Tale om et lavere Renteniveau i Fremtiden har vundet Tiltro i nogle Kredse. Paa dette Punkt bragte imidlertid 1. Del af Professorudvalgets Betænkning, der blev offentliggjort en Maanedes Tid efter Freden, lidt Klarhed. Selvom der ikke havde været Enighed i Udvalget om den fremtidige Rente, gik et Flertal af Udvalgets Medlemmer dog ind for et Renteniveau paa 4 % som det naturlige for Danmark.

For at anskueliggøre Svingningerne i den effektive Rente af forskellige Obligationstyper vises nedenfor den af Statistisk Departement udregnede gennemsnitlige effektive Rente under Krigen.

Endelig skal her nævnes den interessante Kursudjævning, der i de sidste Aar har fundet Sted dels mellem de forskellige Kreditforeningsobligationer indbyrdes, dels mellem disse og Hypotekforeningsobligationerne. Medens det f. Eks. før Krigen var almindeligt, at $4\frac{1}{2}$ % Kreditforeningsserier stod i lidt højere Kurs end 5 % Hypotekforeningsserier og disse igen 5—6 % over $4\frac{1}{2}$ % Hypotekforeningsserier, saa er

	Kreditfor.- obligationer	Hypotekfor.- obligationer	Stats- obligationer	Nationalbk. Diskonto
Maj 1938.....	4,91	5,55	4,80	4
— 1939.....	4,71	5,40	4,69	3 ¹ / ₂
Marts 1940.....	5,79	6,61	5,92	5 ¹ / ₂
Maj 1940.....	5,84	6,70	5,94	4 ¹ / ₂
— 1941.....	4,47	5,13	4,42	4
— 1942.....	4,30	4,72	4,31	4
— 1943.....	4,39	4,84	4,37	4
— 1944.....	4,09	4,48	4,00	4
— 1945.....	4,08	4,46	3,95	4

Forholdet nu det, at 5 % og 4¹/₂ % Hypotekforeningsobligationer noteres lidt over 4¹/₂ % Kreditforeningsobligationer. Ligeledes stod By-Kreditforeningsobligationer altid lidt højere end tilsvarende Land-Kreditforeningsserier, men nu er ogsaa denne Forskel næsten udjævnet.

Aarsagen til denne Udjævning i Kurserne maa søges i det høje Kursniveau og i den Kendsgerning, at Prisstigningen paa Landbrugsejendomme har givet Prioriteterne en endnu bedre Stilling, saaledes at der nu næppe er nogen Forskel i Pantesikkerheden. Forklaringen paa Hypotekforeningsobligationernes store Kursstigninger er desuden den, at mange Købere foretrak disse Papirer for at slippe for Udtrækningsrisikoen, da der kun var foretaget en temmelig ringe Konvertering i Hypotekforeningerne.

Naar Kurserne under Krigen trods det stigende Pres fra de ledige Penge ikke er steget mere, skyldes det dels Tilbageholdenhed overfor Anbringelse af Midler, som ønskedes likvide ved Krigens Ophør, dels Statens Udstedelse af Steriliseringslaan samt den ret stærke Stigning i Obligationsmassen i det hele taget. Som en stabiliserende Faktor paa Obligationsmarkedet maa ogsaa nævnes den ikke helt ringe Spekulation, der under Krigen har fundet Sted. Selv om Ordet Spekulation for mange har en næsten odiøs Klang, saa er det dog givet, at den sunde Spekulation i høj Grad er gavnlig for en Børs, ja man kan vel næsten sige, den er en uundværlig Del deraf.

3. Foranstaltningerne imod Pengerigeligheden.

Medens man i Perioden fra September 1939 til den 9. April 1940 kunde tale om en vis Pengeknaphed, bevirkede de ændrede Forhold som omtalt, at denne Knaphed afløstes af en Pengerigelighed, der stadig er vokset. Efter at man i Sommeren 1940 havde dannet sig et Bil-

lede af, hvordan den økonomiske Udvikling herhjemme vilde forme sig, har de ledige Penges Problemer stadig været paa Dagsordenen — og ikke uden Grund, thi vor økonomiske Stilling i Fremtiden afhænger for en Del af disse Problemers Løsning.

Ved Udgangen af Marts 1945 androg Stigningen under Krigen i vore Tilgodehavender i Tyskland ialt ca. 7,7 Milliarder Kr., nemlig paa Clearing-Konto ca. 3 Milliarder Kr. og ca. 4,7 Milliarder Kr. paa Diverse Debitorer. Det er en Selvfølge, at Nationalbankens Udbetalinger i meget høj Grad har bragt vor Økonomi i Fare, og Inflationens Spøgelse har da ogsaa i lange Tider truet i Baggrunden, men heldigvis har vi undgaaet de Ulykker, som en ukontrolleret Inflation uvægerligt medfører. Naar det er lykkedes nogenlunde at holde Udviklingen i Tømme, skyldes det blandt andet de Foranstaltninger, som fra Regeringens Side er truffet for at opsuge eller binde de ledige Penge. De første af disse Foranstaltninger saa Dagens Lys i Juli 1942, da Rigsdagen efter Forslag fra Nationalbanken vedtog forskellige Love. Disse gik bl. a. ud paa dels at binde en Del af Forøgelsen af Bankernes Indskud siden Krigsudbruddet ved at skærpe Likviditetsbestemmelserne, dels bemyndigede de Finansministeriet til at udstede forskellige Former for Statsobligationer. Da imidlertid Nationalbankens Udbetalinger stadig voksede, slog disse Foranstaltninger ikke til, og i Juli 1943 blev forskellige nye Love gennemført efter Forslag af Professorudvalget. De vigtigste af disse var Loven om Udskrivning af Krigskonjunkturskat og bunden Opsparing, Loven om Udstedelse af Statsobligationer samt Tillægene til Bank- og Sparekasselovene. Ved Udgangen af Marts 1945 var af de nævnte 7,7 Milliarder Kr. ca. 2,8 Milliarder Kr. blevet opsuget ved Skatkammerbeviser og andre Statslaan samt Skatter, ca. 450 Millioner var inddraget ved Formindskelse af Nationalbankens Udlaan og Fondsbeholdning, og ca. 380 Millioner Kr. fragik som Følge af Opgang i Kontoen »Forskellige Kreditorer« paa Nationalbankens Balance. Tilbage stod en Forøgelse af Seddelmængden paa godt 1 Milliard Kr. og en Stigning i Nationalbankens Foliokonto paa knapt 3 Milliarder Kr., ialt ca. 4 Milliarder Kr. Om Udviklingen i Seddelomløb, Bankindskud etc. se nedenstaaende Tabel:

Mill. Kr.	Ultimo Marts 1940	Ultimo Marts 1945
Seddelomløb	609	1671
Nationalbankens Foliokonto	49	3022
Samlede Indlaan i Bankerne	2349	5397
Samlede Indskud i Sparekasserne	2168	3749

Forøgelsen af de ledige Penge maatte naturnødvendigt indvirke stærkt paa vort Renteniveau, og Rentefoden er da ogsaa blevet trykket længere og længere nedad. Da imidlertid Vare- og Raastofmanglen ogsaa voksede, undgik vi, at der udover den nødvendige Anlægsvirksomhed blev igangsat urentable Foretagender af Folk, der saa deres Chance i de billige Penge. Det maa imidlertid pointeres, at de ledige Penges Problemer falder i to Afsnit. For det første de Problemer, der allerede meldte sig under Krigen, og hvoraf det vigtigste var at forhindre de ledige Penge i at starte et Kapløb mellem Priser og Indkomster. Men derudover kommer nu efter Krigens Afslutning Vanskeligheden med Afvikling af vort Tilgodehavende eller i alt Fald en Opsugning af de ledige Penge. Som allerede Professorudvalget betonedede i sin Betænkning i Foraaret 1943, var det de Farer, som de ledige Penge kunde medføre *efter* Krigen, man navnlig maatte have for Øje. Saalænge Grænserne var lukkede, var det muligt ved forskelligartede Indgreb at imødegaa de Farer, der var opstaaet; men efterhaanden som Grænserne ud til Verden igen aabnes, og en umaadelig Varehunger skal mættes, kan det nok volde Vanskeligheder at forhindre de ledige Penge i at lave Ulykker. I alt Fald vil det nødvendiggøre en Række nye Restriktioner og Indgreb, men herpaa er vort Erhvervsliv ogsaa indstillet for en kortere Overgangsperiode.

4. *Krigsaarenes store Konverteringer.*

Et vigtigt Træk i Krigsaarenes økonomiske Udvikling herhjemme har været de store Konverteringer, som baade det Offentlige og navnlig private Debitorer har foretaget. Som Følge af den abnorme Udvikling i vor Økonomi, som Besættelsen foraarsagede, blev Kursniveauet gennem lange Perioder saaledes, at Muligheden for Konverteringer kunde udnyttes af et stort Antal Debitorer.

Som tidligere nævnt blev Konverteringstanken første Gang aktuel, da Kurserne i Foraaret 1942 steg meget kraftigt, og Staten var ikke sen til at gribe den Chance, der herved bød sig til at faa nedsat Renten paa en Del af sin Gæld. I Februar Maaned 1942 naaede $4\frac{1}{2}$ % Statsobligationer over pari, og herved blev Statens store 5 % Laan af 1919 konverteringsmodent, og hele Laanet paa 145 Mill. Kr. blev opsagt til Indfrielse. Hermed var Begyndelsen gjort, og efterhaanden blev en hel Del af Statens og Kommunernes højforrentede Laan konverterede. For Kreditforeningsobligationernes Vedkommende udviklede Kurserne sig saaledes, at $4\frac{1}{2}$ % Papirerne i Aarets første Maaneder ogsaa naaede pari, hvorved 5 % Papirerne kunde konverteres. I Sommerhalvaaret

1942 fandt der nogle serievise Konverteringer Sted, men bortset herfra er der kun sket faa serievise Konverteringer, da Bankerne, hvis Støtte til disse Transaktioners Gennemførelse var nødvendig, ikke mente at kunne garantere større Konverteringer under de usikre Forhold, der herskede under Krigen.

Sideløbende med de ovennævnte Konverteringer fandt der ogsaa enkeltvise Konverteringer Sted i stor Udstrækning. Det maa i denne Forbindelse paapeges, at Konverteringerne under Krigen har fundet Sted i to Perioder, der selvfølgelig bestemtes af Kursudviklingen. Første Periode varede fra Begyndelsen af 1942 til hen paa Efteraaret samme Aar, hvorefter Kursfaldet satte en Stopper derfor. Først nogle Maaneder ind i 1943, da 4 % Papirerne atter havde indvundet Kursfaldet, blev Konvertering paany aktuel, og indtil Krigens Slutning har der med mindre Afbrydelser været Mulighed til Stede for at konvertere.

Naar Konverteringsmulighederne blev udnyttet til Enkeltkonverteringer i saa stor Udstrækning som Tilfældet var, skyldtes dette, at Myndighederne hjalp til. Normalt skal man have Tilladelse fra de efterstaaende Panthavere til en saadan Transaktions Gennemførelse; men i August 1941 vedtoges en Lov, der netop tog Sigte paa at lette Konvertering ved at formene Efterpanthavere at gøre Indsigelse, naar visse Betingelser blev opfyldt.

Ved at betragte nedenstaaende Tabel ser man, hvorledes Udtrækningerne i Kreditforeningerne er vokset til enorme Beløb under disse Aars Konverteringer. Naar Debitor nemlig indfrier sit gamle Laan med Kontanter med det statutmæssige Varsel, maa Kreditforeningen til den følgende Termin udtrække et tilsvarende Beløb Obligationer i samme Serie, saa Tabellen giver et godt Billede af Konverteringernes Størrelse under Krigen.

Udtrækning i Mill. Kr. pr.							
Gennemsnitlig halv- aarlig Udtrækning 1941/42	Dec. 1942	Juni 1943	Dec. 1943	Juni 1944	Dec. 1944	Juni 1945	Dec. 1945
	Jan. 1943	Juli 1943	Jan. 1944	Juli 1944	Jan. 1945	Juli 1945	Jan. 1946
45	279	77	52	295	336	369	426

Som allerede omtalt har baade de serievise og den store Mængde enkeltvise Konverteringer paavirket Obligationsmarkedet temmelig meget. Paa det almindelige Kursniveau har der ikke været nogen mærkbar Indflydelse, idet den samlede Obligationsmasse praktisk talt er

forblevet uforandret, men ved Konvertering af en hel Serie vil allerede Forventningen herom trykke Kursen, hvis den er over pari. Ved Enkeltkonverteringer har Forventningen om forstærket Udtrækning i den højtforrentede Serie virket i samme Retning, medens Udbudet af de nye Obligationer har trykket disses Kurs. I Perioder har der derfor i Bankerne samlet sig store Poster af Obligationer i de aabne Serier; men hver Gang dette skete, er der, grundet paa det samtidig stedfundne Kursfald, opstaaet en Efterspørgsel, som i Forening med Spekulationen efterhaanden har overtaget hele Mængden af nye Obligationer.

Med »Statistiske Efterretninger« som Kilde kan oplyses, at ialt blev der i alle Kreditforeninger indtil Marts 1945 konverteret ca. 43 500 Laan med en Hovedstol paa ca. 1 250 Mill. Kr. og en Restgæld paa ca. 1 118 Mill. Kr. Heraf blev omtrent Halvdelen konverteret i 1944—45, hvor Kursudviklingen i særlig Grad har været gunstig for disse Transaktioner. Da den samlede Restgæld i Kreditforeningerne i 1940 var ca. 5 180 Mill. Kr., har Konverteringen saaledes hidtil omfattet mere end en Femtedel af Kreditforeningsgælden. Fra samme Kilde kan oplyses, at af de Obligationer, der blev konverteret, var langt den overvejende Del, nemlig 1 014 Mill. Kr., $4\frac{1}{2}$ % Laan, medens 76 Mill. Kr. var 5 % og 28 Mill. Kr. 4 % Laan.

5. *Statens og Kommunernes Optagelse af Laan under Krigen.*

Under normale Forhold øver Statens Optagelse af Laan en vis Indflydelse paa Obligationsmarkedet. Saaledes som Forholdene udviklede sig under den nu afsluttede Krig, hvor Statens Laaneoptagelse ligefrem blev en vigtig Del af hele dens økonomiske Politik, har disse Transaktioner selvsagt haft en ikke ringe Indvirkning paa Obligationsmarkedet.

Til de Laan, der blev optaget i Besættelsens første Aar, knytter sig ingen særlig Interesse, dog kan det anføres, at et 4 % 25-aarigt Laan, der blev udbudt i Februar 1941, i Løbet af een Dag blev tegnet til Kurs $93\frac{1}{2}$ %, medens et lignende Laan, der blev udbudt blot 7 Maaneder senere, kunde afsættes til $97\frac{3}{4}$ %, takket være den Kursstigning der havde fundet Sted. Siden Besættelsen, hvor vor Import af mange Raavarer gik stærkt ned, saaledes at navnlig Byggeriet gik tilbage, var Arbejdsløsheden efterhaanden vokset stærkt. Fra Regeringens Side blev der udfoldet store Bestræbelser for at sætte Arbejde i Gang, og til Finansiering heraf blev der i September 1941 udbudt et 4 % 25-aarigt Laan paa 70 Mill. Kr. og et $2\frac{1}{2}$ % $5\frac{1}{2}$ -aarigt Laan paa 180 Mill. Kr. Alene Beløbenes Størrelse var noget hidtil ukendt herhjemme, og ogsaa

det korte Laan viste de nye Forhold, som Tiden havde skabt. Tegningen af disse Laan blev en Succes og sluttede med en Overtegning paa 27 Mill. Kr. En Tegning af disse Dimensioner maatte selvfølgelig paavirke Markedet, og den medvirkede da ogsaa til det Kursfald, der indtraadte i Efteraaret 1941.

I December 1942, da Pengerigeligheden allerede havde naaet store Beløb, blev det første egentlige Steriliseringslaan udbudt som et $2\frac{1}{2}$ % 5-aarigt Laan paa 60 Mill. Kr., og siden fulgte mange andre Laan af forskellige Typer. Her skal kort omtales de Love, efter hvilke der i Juli 1942 og 1943 blev udbudt forskellige Slags Statsobligationer som et Led i de Lovkomplekser, der skulde sterilisere de ledige Penge. I Henhold til Loven af 3. Juli 1942 blev der aabnet for Tegning af $1\frac{3}{4}$ % 2-aarige Statsgældsbeviser og $\frac{3}{4}$ % 6 Mdrs. Skatkammerbeviser samt Statsspareobligationer, og efter Loven af 8. Juli 1943 blev der endvidere aabnet for Tegning af $2\frac{1}{2}$ % 5-aarige og 3 % 10-aarige Statsobligationer. Senere er Vilkaarene for de forskellige Typer blevet ændrede flere Gange, efterhaanden som Renteniveauet gik nedad; som Eksempel kan nævnes, at da Tegningen af 1. Serie af de 10-aarige Obligationer blev aabnet, afkastede de en effektiv Rente af 3,12 % p. a., men da 5. Serie aabnedes den 1. Juli 1945, var den effektive Rente kun 2,75 % p. a. Provenuet af alle de forskellige Steriliseringslaan bliver indsat paa Finansministeriets Konto i Nationalbanken.

Selvom alle nye Laan mere eller mindre har øvet deres Indflydelse paa Obligationsmarkedet, har navnlig et Par Laan været særlig om-diskuteret, hvorfor de skal omtales nærmere.

Medens Staten hidtil under Krigen for de længere Laan havde anvendt den for vore Forhold bedst passende Praksis at udbyde Laanene som 4 % Laan til Kurser lidt under pari, strammede man i Maj 1944 Betingelserne væsentligt. Renteniveauet, d. v. s. den effektive Rente af Kreditforeningsobligationer, havde nu ændret sig saaledes, at Staten mente at kunne ændre Betingelserne; det Laan, der blev udbudt den 2. Maj, blev saaledes et $3\frac{1}{2}$ % Laan, der kunde tegnes til Kurs $98\frac{1}{2}$ %; men Løbetiden sattes saa til 20 Aar, saaledes at den effektive Rente blev 3,68 % p. a. Hvorvidt der fra Statens Side paa dette Tidspunkt var tilsigtet en yderligere Rentensænkning, eller dette Laan kun var tænkt som en Prøveballon, kan man ikke vide, da der ingen officielle Udtalelser blev fremsat. Dog er det værd at bemærke, at Nationalbankdirektør Bramsnæs paa Provinsbankforeningens Generalforsamling den 5. Juni 1944 udtalte, at han ikke troede, Vilkaarene for det senest optagne Statslaan betød, at man vilde trykke Renten længere ned, og at det ikke kunde være af Interesse at trykke Renten ned, hvis det lavere

Niveau ikke kunde holdes senere, — og Muligheden for at komme under 4 % ansaa Hr. Bramsnæs ikke for at være særlig stor. Tegningen af Laanet blev da ogsaa en Fiasko, idet kun 26,2 Mill. Kr. af de udbudte 60 Mill. Kr. blev tegnet, saaledes at Konsortiet maatte overtage over Halvdelen til Deling.

I det følgende halve Aar blev yderligere 2 Steriliseringslaan udbudt, nemlig et 4 % 40-aarigt Laan og et 4 % 50-aarigt Laan til henholdsvis 99 % og pari. Heller ikke disse Laan blev fuldt tegnede, da Løbetiden var temmelig lang efter danske Forhold. I December 1944 blev der udbudt endnu et Steriliseringslaan paa 60 Mill. Kr. Ligesom Tilfældet var i Maj Maaned, strammedes Betingelserne ogsaa for dette Laan, saaledes at den effektive Rente blev 3,60 % p. a. Laanet blev udbudt som et 3½ % 25-aarigt Laan til Kurs 99 %. Ogsaa ved Udbydelsen af dette Laan blev Finansministeriet udsat for temmelig stærk Kritik, og Tegningen blev en stor Fiasko, idet kun knapt en Fjerdedel af de udbudte 60 Mill. Kr. blev tegnet, saaledes at Konsortiet maatte dele godt tre Fjerdedele. Siden Udbydelsen af dette Laan er der ikke fra Statens Side udbudt nye Laan udover de løbende Tegninger, der stadig fortsættes.

Ogsaa Kommunerne har under Krigen benyttet den Mulighed, som Renteniveauets Udvikling har givet til at ombytte ældre, dyre Laan til lavere forrentede Laan. Det kan saaledes nævnes, at Københavns Kommune har indfriet sine 5 % Laan fra forrige Krig og ombyttet dem med Laan, der var væsentlig billigere. Denne Konverteringstendens har præget en meget stor Del af Landets Kommuner, som saaledes har benyttet Muligheden for at nedsætte den fremtidige Rentebyrde. I denne Forbindelse kan nævnes, at en Del Kommuner Landet over ved Optagelse af de nye Laan har benyttet sig af en herhjemme hidtil temmelig ukendt Laanetype. Der tænkes her paa de saakaldte »Trappelaaen«, hvorved Laanet inddeles i lige store Serier, saaledes at der hvert Aar forfalder een bestemt Serie til Indfrielse, f. Eks. Serie 1 om 1 Aar, Serie 2 om 2 Aar, Serie 3 om 3 Aar o. s. v. Fordelen ved at inddele Laanet i Serier med bestemt Løbetid er den, at man kan fastsætte særskilt nominel Rente og Tegningskurs for hver enkelt Serie. Herved opnaas, at de sidste Aars stærke Efterspørgsel efter korte Obligationer udnyttes paa den Maade, at Tegningskursen for de først forfaldne Serier sættes højt op, saaledes at den herved indvundne Overkurs kan udnyttes til at billiggøre de længstløbende Serier med. Ved at benytte den Metode har mange Kommuner kunnet skaffe sig Laan til omkring 3¾ % p. a. eller derunder. Ulempen ved denne Fremgangsmaade bestaar bl. a. i Vanskeligheden ved at afsætte de længstløbende Serier,

og fra visse Sider saa man da ogsaa i Begyndelsen med en vis Skepsis paa denne Laanetype, netop fordi man frygtede, at der efter Krigen ikke vilde være noget Marked for 10—20 aarige Kommuneobligationer, der ikke afdrages men forfalder paa en bestemt Dato.

Naar til Slut Udviklingen paa vort hjemlige Obligationsmarked under Krigen skal summeres op, kan man fastslaa, at da først Uvisheden og Uroen for Danmarks Skæbne var blevet afløst af en nøgtern Vurdering, forløb Markedets Udvikling i det store og hele rolig. Denne Udvikling har uden Tvivl været en stor Lykke for Landet og skyldes dels Statens forskellige forebyggende Indgreb, men maaske i særlig Grad den Kendsgerning, at Befolkningen paa intet Tidspunkt mistede Troen paa hele vort Pengevæsens Stabilitet.