

MIDLER TIL AT STABILISERE OG HÆVE KRONEVÆRDIEN.

Foredrag i Socialøkonomisk Samfund d. 31. Marts 1925
af Gustav Ole Bech.

Det er gaaet med mit Foredrag, som med saa meget andet her i Verden, baade Mennesker og Ting. Man tænker sig, de vil udvikle sig paa den og den Maade, og saa bliver de til noget helt andet. Jeg vilde have talt om Terminsmarked i fremmed Valuta med særligt Henblik paa dets Betydning under en stigende Kroneværdi, og er nu kommet til at tale om Midler til at stabilisere og hæve Kronen, med noget Henblik paa den Betydning et Terminsmarked i fremmed Valuta kan have herfor.

Naar jeg har haft Mod til at tale om Valuta og Kroneværdi trods alt, hvad der i disse Aar er blevet sagt og skrevet derom, skyldes det, dels at jeg gerne har villet drage Importregulering og Toldpolitik som Midler til at stabilisere en Valuta frem til en teoretisk Diskussion, dels fordi Kreditpolitikken under et Forsøg paa at stabilisere og hæve en Valuta fremviser mange teoretisk og teknisk set højst interessante Sider, og nogle af disse i Forbindelse med de to andre Spørgsmaal er det jeg i Aften skal søge at belyse.

Ifølge Lov om Valutaforanstaltninger af 20. Dec. 1924 og den i Overensstemmelse med denne Lov mellem Staten og Nationalbanken sluttede Overenskomst skal Banken opretholde en saadan Dollarkurs, at den ikke overstiger følgende Satser: i Tiden indtil 1. Juli d. A. 5,74; i Halvaaret indtil 1. Januar 1926 5,60; i Halvaaret indtil 1. Juli 1926 5,46 og i Halvaaret indtil 1. Januar 1927 5,32.

Regeringen kan dispensere herfra, dog ikke fra Bestemmelsen om, at Kursen ikke maa komme op over 5,74.

Det Program, der hermed er lagt for vor Valutapolitik, gaar saaledes dels ud paa at fastsætte en Undergrænse for Kronens Guldværdi, dels paa at hæve denne lidt.

Men alt er ikke gjort med at vedtage en Lov; vil man naa Maalene, maa man ville Midlerne. Hvilke Midler, der skal anvendes, er her som altid afhængig af, hvad Aarsagerne er til det Onde, som skal bekæmpes.

Er det Statens Forbrug, der er for stort? Tilsyneladende har det ikke været Tilfældet, da Staten i de sidste Aar ikke har været nødsaget til at optage store Laan.

For Finansaarene 1923—24 og 1924—25 har og vil der efter Statsregnskab og Finanslov fremkomme et Underskud paa henholdsvis 30 og 14 Mill. Kr.

Jeg skal her nævne, at dersom vi i disse Aar havde staaet overfor Nødvendigheden af at tage nye Statslaan, og de var blevet optaget i Udlandet, vilde det igen være blevet fremhævet, at skønt Rentefoden var høj, vilde Laanet blive ret billigt for os, idet man kunde regne med, at Kronen, naar Laanet skulde tilbagebetales, vilde være steget i Værdi. Men dette er forkert, vi optager f. Eks. et Dollarlaan, altsaa et Guldlaan, og det eneste, der kan billiggøre et saadant Laans Tilbagebetaling, er derfor et Fald i Guldets Værdi. Man kunde derimod forsvare Optagelsen af et udenlandsk Laan med, at et indenlandsk Laan i Papirkroner, naar Kronen steg i Værdi, vilde blive meget trykkende for Statsfinanserne. Men vilde det saa ikke være langt bedre at optage et indenlandsk Guldlaan?

Er det da det private Forbrug, der er noget i Vejen med, eller med andre Ord, er det vor Opsparing, der er for lille? Som det vil være denne Forsamling bekendt, regner man med, at vor Opsparing i alle Tilfælde i de sidste 10 Aar før Krigen var 50 Mill. Kr. mindre end vort aarlige Kapitalbehov. Ogsaa efter Krigen har vi haft et langt større Kapitalbehov end Opsparing. I 1922 gældsatte vi os saaledes med c. 275 Mill. Kr. og i 1923 med c. 200 Mill. Kr., Tal, der med et Priseniveau paa omkring 200 betyder en reelt set langt større Gældssættelse til Udlandet end før Krigen. En saadan Gældssættelse behøver i alle Tilfælde ikke øjeblikkelig at give vanskelige Valutafortold, blot man er i Stand til varigt at dække den ved Eksport af Obligationer, men som jeg senere skal komme tilbage til, har vi næppe for Tiden det nødvendige Obligationsmateriale til Eksport, og i saa Tilfælde maa den for liden Op-

sparing fremkalde meget alvorlige Vanskeligheder for Kronens Stabilitet.

Som paavist, har vi, selv efter at der er taget Hensyn til Prisniveauets Stigning, i 1922 og 1923 gældsæt os i langt højere Grad end før Krigen.

En væsentlig Grund hertil kan tænkes at ligge i, at vore private Banker efterhaanden som Indlaanene gik ned f. Eks. ved Afviklingen af de frosne Krediter¹⁾, de havde faaet i Kriseaarene 1920 og 21, ikke indskrænkede deres Udlaan i samme Grad, thi dette betyder, at der bliver stillet nye Midler til Erhvervslivets Disposition, og da vor Opsparing i Forvejen er for lille, betyder dette igen en endnu større Gældsættelse til Udlandet, enten denne sker direkte ved at de private Banker forøger deres udenlandske Gæld, eller indirekte ved at Nationalbanken forøger sin Kredit til de andre Banker.

For at se om denne Antagelse er rigtig, er følgende Tabel opstillet: I denne er den Nedgang, som er fremkommet ved at Diskontobanken standsede, ikke medtaget.

Januar 1923 til Januar 1925.		
Aktiver	Nedgang Mill. Kr.	Stigning Mill. Kr.
„Diskontering og Udlaan“	304	
„Obligationer og Aktier“		
„Panteobligationer“		
og „Forskellige Debitorer“		
Indenlandske Banker og Sparekasser	149	
Kassebeholdning	48	
Udenlandske Korrespondenter	24	
Passiver		
„Samlet Indestaaende“ og „Forskellige Kreditorer“	556	
Indenlandske Banker og Sparekasser	100	
„Rediskonterede Veksler“ og „Acceptkonto“		87
„Udenlandske Korrespondenter“		152

For Tiden Januar 1923 til Januar 1925 viser Passiv-Posterne „Samlet Indestaaende“ og „Forskellige Kreditorer“

¹⁾ At Afviklingen af frosne Krediter vil bevirke et Fald i Indlaanene ses af, at Bankerne ved at fordre Indbetaling paa Krediterne tvinger sine Debitorer til at realisere Varelagre eller eventuelt til at sælge hele Virksomheden, saa den gaar over paa andre Hænder. De, der køber enten Varerne eller Virksomhederne, vil i Almindelighed betale med Anvisninger paa deres Tilgodehavender i Bankerne, og herved gaar Indlaanene ned.

en Nedgang paa 556 Mill. Kr., medens Aktiv-Posterne „Diskontering og Udlaan“ og „Obligationer og Aktier“, „Panteobligationer“ og „Forskellige Debitorer“ har en samlet Nedgang paa 304 Mill. Kr. Lægges hertil den Difference, som fremkommer ved at trække Nedgang i Posten „Indenlandske Banker og Sparekasser“ paa Passivside fra Nedgangen i Posten „Indenlandske Banker og Sparekasser“ paa Aktivside, en Difference, der udgør 49 Mill. Kr., saa faas ialt en samlet Nedgang paa 353 Mill. Kr., Forskellen mellem Nedgangen paa Aktivside og Passivside for de ovennævnte Poster bliver da 203 Mill. Kr. Dette vil sige, at de private Banker som Helhed for et Beløb af 203 Mill. Kr. har undladt at indskrænke deres Udlaan og Beholdning af Værdipapirer i samme Grad, som de ovenomtalte Indlaansposter er gaaet ned. De har skaffet Dækning for det nævnte Beløb dels ved Formindskelse af Posterne „Kassebeholdning“ og „Udenlandske Korrespondenter“ paa Aktivside dels ved Forøgelse af „Acceptkonto“, „Rediskonterede Veksler“ og ved at trække paa „Udenlandske Korrespondenter“ paa Passivside¹⁾. Havde jeg i Stedet for at belyse 1923 og 24 under et nøjedes med at følge Udviklingen i 1924 vilde Tallene være blevet noget anderledes, men Tendensen afgjort den samme.

Dette viser, at vor Kreditpolitik i 1923 og 24 har været for vid. Resultatet har dels været, at vore Banker er blevet mindre likvide, dels at vi har haft Brug ikke alene for mere Kapital end vi kan opspare, men for en betydelig større Del, end vi importerede før Krigen.

Resultatet har været, at vi i 1923 har gældsats os med ca. 200 Mill. Kr. og man skulde derfor ogsaa tro, at det samme vilde gentage sig i 1924. Men i Følge Oversigten over Danmarks udenlandske Kapital- og Betalingsbalance for 1924 (se Statistiske Efterretninger Nr. 10 for 4. April 1925) har vi i 1924 kun gældsats os for 60 Mill. Kr. At haabe paa,

¹⁾ De Midler, der paa denne Maade er skaffet tilveje, overstiger imidlertid de 203 Mill. Kr. med 108 Mill. Kr., men nu maa man huske paa, at der i ovennævnte Tal for de private Banker ikke er medtaget alle de Poster, der findes i den af Det statistiske Departement offentliggjorte maanedlige Bankstatistik. Det viser sig, at der frataget nogle mindre Bevægelser, der delvis ophæver hinanden, paa forskellige Poster saasom „Omkostninger“, „Renter og Provision“, „Overførsler fra forrige Aar“, er en Nedgang i Posten „Aktiekapital“ paa 39 Mill. Kr. og en Stigning i Posten „Underskud“ paa Aktivside paa 82 Mill. Kr. Dette bliver ialt 121 Mill. Kr., der dels forklarer den ovennævnte Forskel paa 108 Mill. Kr., dels Differencen mellem Bevægelserne for de lige nævnte mindre vigtige Konti.

at dette er en afgørende og varig Forbedring i vore økonomiske Forhold er imidlertid næppe berettiget. Grunden til Fremgangen er, at vort Underskud paa Handelsbalancen kun har været 214 Mill. Kr. i 1924 mod 375 Mill. Kr. Aaret før. Dette er en stor og glædelig Fremgang, men da den sikkert for største Delen skyldes Forskydning i Priserne for vore Im- og Eksportvarer i Favør af disse sidste, er det intet fast Grundlag for en varig Bedring.

Havde Forholdet været det, at vor Eksport, maalt i Mængdeenheder, var steget og Importen faldet, var der mere Grund til Optimisme. Ganske vist, Eksporten er steget, men det samme gælder for Importen og Stigningen har nok omtrentlig været lige stor. Til Belysning heraf skal følgende Tal nævnes for den månedlige Gennemsnitsud- og Indførsel i 1923 og 24.

	Eksport	1923	1924
Flæsk, 1000 kg		14 469	16 431
Smør, 1000 kg.....		9 302	10 283
Æg, 1000 Sn.		3,330	3 469
	Import	1923	1924
	1000 kg		
Majs.....		27 838	35 149
Oliekager og Oliekagemel.....		51 376	64 037
Petroleum, Benzin o. a. toldfri Brændselolier.....		19 827	23 399
Gødningsstoffer		33 156	37 369
Stenkul, Cinders, Kuli og Briketter		331 344	386 701
Raajern.....		3 054	3 404
Sorte Plader		2 985	4 945

Disse Tal tyder saa afgjort paa, at Hovedgrunden til vor Handelsbalances Forbedring er at søge i Prisforskydninger mellem vore Eksport- og Importvarer.

Det hidtil anførte skulde konkludere i, at det er de store Krav paa ny Kapital i Forbindelse med vor liden Opsparing, der gør vore Valutaforhold saa vanskelige.

Hvad nu angaar de Midler, der herhjemme er fremdraget i Diskussionen om, hvilke Veje man skulde gaa for at forbedre Valutaen, har Importreguleringen været stærkt fremhævet.

Men vil det kunne hjælpe?

I Almindelighed er det Forbrugsgoder, særligt Luksusvarer, man vil regulere. Men kan Folk ikke faa een udenlandsk Vare, retter de deres Efterspørgsel efter andre fremmede Varer, der kan tjene som Surrogat, thi tvinge dem til at opspare, kan man ikke. Man kan saa udvide sin Importregulering til andre Varer. Men i Stedet for at købe udenlandske

Varer, kan man forøge sit Forbrug af vore Eksportvarer og derved formindske Eksporten. Her overfor vil man maaske hævde, at i et Land som Danmark, hvor Eksporten fortrinsvis bestaar af Fødevarer, vil det kun i liden Grad være muligt at forøge Forbruget af de Varer, vi eksporterer, i Stedet for de Varer, man ikke længere kan faa fra Udlandet, og derfor vil en Importregulering i et Land som vort kunne forbedre Betalingsbalancen. Imidlertid er det næppe rigtigt, at vi ikke i ret høj Grad kan forøge Forbruget af Eksportvarerne. Tænk blot paa en Forøgelse af Smørforbruget og en Formindskelse af Margarineforbruget. Men selv om det var rigtigt, vilde det blot bevirke, at vi selv fabrikerede en Del af de Forbrugsvarer, vi før importerede, og til Gengæld vilde vi saa importere en Del af de Kapitalgoder, vi nu selv frembringer.

Hvordan man end vender og drejer det, vil en Importregulering ikke kunne forbedre vor Betalingsbalance. Dog er der een Undtagelse, nemlig hvis den bevirker, at vi ved den kan nedbringe vor Arbejdsløshed, men dog kun, hvis de nye Indtægter, der skabes ved den forøgede Beskæftigelsesgrad, forøger Opsparingen. Dette vil imidlertid næppe kunne komme til at betyde meget.

Hertil vil man maaske indvende, at det, at vor Arbejdsløshed gaar ned, bevirker, at vi producerer mere i Landet og følgelig ikke har Brug for at importere saa meget som før. Dette holder dog næppe Stik, thi ganske vist stiger vor Produktion, men dermed ogsaa Indtægterne og Forbruget. Teoretisk kan tænkes, enten at de nye Arbejdskræfter alene producerer til hinanden, i hvilket Tilfælde der ikke sker noget med Betalingsbalancen overfor Udlandet, eller at de forøgede Indtægter bevirker forøget Forbrug af udenlandske Varer, og da Udlandet derved faar en større Købekraft overfor danske Varer, kan vi forøge vor Eksport tilsvarende, eller endelig, at de nye Indtægter forøger vort Forbrug af vore Eksportvarer, saa Eksporten bliver mindre, men herved falder Importen i samme Grad, idet vi nu, da Eksporten er mindre, har en ringere Købekraft overfor udenlandske Varer samtidig med, at vi nu selv producerer de Varer, vi før importerede.

Forudsætningen har hele Tiden været, at det var Importen af Forbrugsgoder, der blev reguleret; er det i Stedet for Kapitalgoder, saa siger det sig selv, at det intet vil hjælpe, thi Grunden til at disse ikke produceres i tilstrækkelig Mængde herhjemme, er den for liden Opsparing, og den fremhjælper man jo ikke ved at regulere Importen af Kapitalgoder.

Foruden Importregulering har man foreslaaet Toldforholdsregler. Lægges der en saaledes afpasset Told paa et Forbrugsgode, at Folk bruger omtrent samme Del af deres Indtægt til den som før trods de højere Priser, saa opnaar man, at der indføres en Del mindre af Varen, hvorfor vi ikke skal betale Udlandet saa meget for den som før, samtidigt med at Statens Indtægter stiger. Bruges nu disse forøgede Statsindtægter til at tilbagebetale Statsgæld, saa vil dette virke som en ny Opsparing, og derved vil der blive Mulighed for at udvide Produktionen af Produktionsgoder, hvilket kan ske ved at drage nye Arbejdskræfter ind i Produktionen, ved at forøge Intensiteten og Udnyttelsen af Kapaciteten. Sker alt dette, vil det betyde en varig Forbedring af vor Betalingsbalance.

Lægges derimod Tolden paa Produktionsgoder saasom færdige Maskiner og lignende, opnaas eventuelt større Beskæftigelse og Udnyttelse, men dersom dette ikke medfører større Opsparing, vil det ikke have nogen valutamæssig Betydning, hvad der tidligere er paavist.

Toldforholdsregler kan altsaa godt faa Betydning, naar man ønsker at forbedre sin Valuta, men det væsentligste Middel bliver dog sikkert Bankpolitiken.

Det er tidligere blevet paavist, at det har haft Betydning for vore Valutaforhold at de private Banker ved deres Kreditpolitik har ladet det gaa ud over Likviditeten.

Dette kan undgaaes ved, at Nationalbanken, naar de private Banker søger den, nægter dem Kredit og henviser til at sælge Obligationer; herved opnaas, dels at der ikke skabes ny Kredit, og dels at Obligationskurserne trykkes. Dette sidste vil have stor Betydning, thi med en Diskonto paa 7 pCt. er det urigtigt at have Obligationskurser, der giver en Forrentning af ca. $5\frac{1}{2}$ pCt., da der heri maa ligge en ret stærk Opfordring til at forøge Laanebegæret. Kan man optage lange Laan til $5\frac{1}{2}$ pCt., medens Renten paa det korte Pengemarked er 7 pCt. og den reelle Rentefod ogsaa maa ligge deromkring, da vi ikke staar i en nedadgaaende Konjunktur, saa er der en unaturlig Opmuntring til at søge lange Laan.

Desuden kan man med en effektiv Obligationsrente paa $5\frac{1}{2}$ pCt. faa højere Laan paa sine Papirer, end dersom Renten var 7 pCt., og i et Land som vort, hvor Obligationerne betyder saa meget som Sikkerhedsstillelse, vil dette sikkert have en Del Betydning.

Det kan dog tænkes, at de private Banker vilde søge at undgaa Nationalbankens Krav om at sælge Obligationer ved

at forøge deres Gæld til Udlandet. Men dette kunde de næppe, thi i den Afhængighed, de som før paavist staar overfor Nationalbanken, kunde denne sikkert forhindre det ved at true med at trække stærkt ind paa sine Krediter.

De valutamæssige Vanskeligheder, der fremkommer ved, at vore private Banker i Aarene efter 1920 ikke har ført en Udlaanspolitik, der svarer til den Bevægelse, der har fundet Sted i deres Indlaan, som jeg før viste dem ved Hjælp af ovenstaaende Tabel, synes derfor ikke at være uovervindelige, idet Nationalbanken kan tvinge dem til at opretholde Likviditeten ved at tvinge dem til at sælge Obligationer. Men selv om de private Bankers Likviditet er i Orden, saa ligger der store Vanskeligheder i, at vi ikke selv opsparer den nødvendige Kapital, som Landet kræver for at kunne følge med i den naturlige økonomiske Udvikling, og disse Vanskeligheder kommer særlig stærkt frem i en Tid, hvor man søger at stabilisere eller hæve Kroneværdien.

Saa længe dette er Tilfældet, kræver det en stadig Gældsættelse til Udlandet. Denne vil i Almindelighed foregaa som

1. korte private Laan,
2. Eksport af Obligationer,
3. Laan fra Centralbankens Side, som f. Eks. Egaliseringsfonden.

Da den første og 3die Form i den nuværende Situation kan tænkes at faa stor Betydning, skal der gaas en Del ind paa dem.

At dække sin Gæld ved korte Laan er altid farligt, men særlig under de Forhold, vi har for Øjeblikket.

Man maa huske paa, at Bestemmelserne i Valutaloven af 20. December 1924 om Maksimumskursen for Dollar kan tænkes at friste korte Penge fra Udlandet til at søge hertil. Har man f. Eks. solgt Dollar i Begyndelsen af Januar d. A. og venter et Aar med at købe dem tilbage, saa vil man faa en ekstra Fortjeneste paa mindst 3—4 pCt., da Kronen i Følge Valutalovens Bestemmelser til den Tid skal have en højere Guldværdi, end den havde ved Aarets Begyndelse.

Hvis nu de korte udenlandske Penge, der eventuelt er kommet hertil, pludseligt fordres tilbage, kan det, hvis det er betydende Beløb, komme til at virke meget ubehageligt.

Men det rummer en anden Fare. En Tilstrømning af korte Penge vil let for kortere eller længere Tid føre til, at Nationalbankens Beholdning af fremmed Valuta stiger, men herved tilføres der det danske Pengemarked nye Midler. Sælger

et amerikansk Bankierfirma saaledes igennem et dansk 1 Mill. Dollars her til Landet, og gaar disse Dollars i første Omgang til Nationalbanken, faar det danske Bankierfirma et til 1 Mill. Dollars svarende Beløb i danske Kroner, og dette udlaaner det, og dersom Nationalbanken ikke samtidigt indskrænker sine Udlaan, vil det virke som Kreditudvidelse. Men ganske vist vil det være saare vanskeligt for Nationalbanken at indskrænke sine Udlaan af denne Grund, fordi de, der sælger Valuta, ofte ikke vil staa i Gældsforhold til Banken. Hidtil er der blot talt om, at Udlændinge anbringer korte Laan her i Landet, men akkurat de samme Virkninger vil det faa, dersom danske optager korte udenlandske Laan.

Den anden Maade at dække sin Gæld til Udlandet paa er ved Eksport af Obligationer.

Dette maa siges at være det naturlige. Der er anbragt mere fast Kapital, end Landet selv har opsparet. Der er skabt større Produktionskraft herhjemme, men en ikke dertil svarende større Købekraft, hvorimod der er større Købekraft fra Udlandet efter danske Varer, nemlig den Forrentning Udlandet kræver af den hertil laante Kapital, og man maa saa haabe, at den større Produktionskraft har givet en hertil svarende Forøgelse i vor Eksportevne. En anden god Ting. Den Forrentning, Udlandet kræver af sine Laan hertil, maa ogsaa sætte sig igennem i den hjemlige Rentefod, og derved opnaar vi, at der ikke her i Landet kan foretages Kapitalanlæg, der ikke kan afkaste den Forrentning, der kræves fra Udlandets Side som Forrentning for den sidst laante Kapitalenhed.

Men det er jo ikke nok, at den bedste Maade at dække Gæld til Udlandet paa er ved Eksport af Obligationer, man maa ogsaa have et saadant Materiale, som Udlandet vil have, og det maa, indtil Kronen er indløselig, være dobbeltmøntet eller i fremmed Mønt udstedte Obligationer.

Det kan her anføres, at i Følge den af Valutaraadet under 5. November f. A. udgivne Beretning, var der af dobbeltmøntede og her blot i fremmed Mønt udstedte Obligationer, bortset fra Kreditforeningsobligationer, hvis Eksport er forbudt ved Lov, kun mellem 70 og 100 Mill. Kr. tilbage her i Landet, hvilket Beløb set i Forhold til vor aarlige Gældssættelse til Udlandet maa kaldes ringe. Hertil maa dog lægges Hypothekbankens nye Dollarlaan paa 5 Mill. Dollars.

Den 3die Maade at dække Gæld til Udlandet er ved Optagelse af Laan fra Centralbankens Side, som f. Eks. Egaliseringsfonden.

Herved bortskærer man den naturlige Forbindelse, der, naar man dækker Gælden til Udlandet ved Obligationseksport, er mellem Rentefoden i Landet og Renten man maa yde Udlandet. Ganske vist, Centralbanken maa forrente det optagne Laan, men der er intet i Vejen for, at denne Forrentning og den Rente, Banken faar, ved Placeringer af de Kronebeløb, den har faaet ind ved Salget af det udenlandske Laan, ikke dækker hinanden; thi der er ikke nu den naturlige Forbindelse som før, hvor den herhjemme anbragte Grænsekapitalenhed nødvendigvis maatte kunne give, hvad Udlandet forlangte for at give os den til Laans. — Dette kan let føre til, at der herhjemme sker Investeringer, som ikke kan give den Rente, vi maa betale Udlandet for denne laante Kapital.

Men der er andre Indvendinger mod denne Maade at laane paa i Udlandet. Dersom Centralbanken anbragte de Kronebeløb, den fik ind ved Salget af det udenlandske Laan i Obligationer, vilde man eventuelt naa det samme, som ved at eksportere disse. Landets Produktionskraft er øget, Udlændets Købekraft overfor danske Varer er steget, at de Beløb, hvormed denne er steget, gaar over Centralbanken, er ligegyldigt.

Men anderledes stiller det sig, dersom Centralbanken, grundet paa Obligationstursernes Svingning, ikke tør anbringe disse Penge i Obligationer, men udlaaner dem.

Dette vil sige, at Centralbanken igen lader de Beløb, som fra andre Banker strømmer til den som Betaling for fremmed Valuta, gaa ud i Omsætningen, og herved faar de private Banker flere Midler at raade over, end hvis de nødvendige udenlandske Midler skaffedes ved Obligationseksport. Ganske vist kunde de optage korte udenlandske Krediter og derved forøge deres Midler, men i det lange Løb maa de dog have disse dækkede ved at sørge for Eksport af Obligationer med det Resultat, at det kun var en kortere Tid, de kunde raade over de større Midler, som der, hvis det udenlandske Laan optages igennem Centralbanken, vil være en Tendens til, at de konstant kan raade over.

Jeg har nu vist, hvorledes Nationalbanken kan forhindre de private Banker i at føre en Kreditpolitik, der medfører langt større Kapitalkrav og langt større Laanebegær i Udlandet, end det er nødvendigt for os for at følge med i den naturlige økonomiske Udvikling, og endvidere har jeg paavist den Betydning, de forskellige Maader vi optager Laan paa i Udlandet, har for vor Kreditpolitik og dermed for Kronens Stabilise-

ring og Stigning, og skal hertil blot tilføje, at hvis Kronen skal hæves, maa vi føre en Rentepolitik, der bliver haardere, end hvis man blot vil stabilisere.

I Forbindelse med, hvad der er sagt om korte Penge og Optagelse af Laan i Udlandet, skal jeg nu gaa over til at undersøge om Organiseringen af et Terminsmarked i udenlandsk Valuta kan faa Betydning for vor Valutapolitik.

Ind under Begrebet Terminshandel kommer i Virkeligheden 2 Forhold, dels det, at man søger at dække sin Kursrisiko ved enten at sælge eller købe forward (d. v. s. paa fremtidig Levering), dels det Forhold, at man sælger en fremmed Valuta spot (d. v. s. til øjeblikkelig Levering) mod at købe den tilbage forward til en nu fastsat Tid og Kurs, eller det omvendte, altsaa køber spot og sælger forward. Det er med andre Ord to Transaktioner, der er kædet sammen. Et nutidigt Køb med et fremtidigt Salg eller — et nutidigt Salg med et fremtidigt Køb. Det er derfor egentlig ikke andet end et Laan fra et Land til et andet, hvorfor det afgørende for spot og forward Kursens Forhold til hinanden maa blive Rentefoden i de forskellige Lande.

Tænker man sig, at der er Ligevægt paa Betalingsbalancen mellem de to Lande, vil Forskellen mellem spot og forward Kursen udligne Forskellen mellem Landenes Rentefod.

Efter disse noget korte teoretiske Bemærkninger om, hvad der er bestemmende for Forskellen mellem spot og forward Kursen, skal jeg gaa over til at belyse, hvad et af Nationalbanken organiseret Terminsmarked i udenlandsk Valuta vilde betyde som Hjælpemiddel til at regulere vore Valutaforhold, hvorfor jeg skal holde mig til de Terminsforretninger, hvor det drejer sig om en sammenhørende spot og forward Transaktion.

Ved at organisere Terminshandelen i udenlandsk Valuta vil Nationalbanken dels faa et Middel til at udligne de Virkninger, som Sæsonsvingninger i Landets Handel medfører med Hensyn til Tilførsel af udenlandske Betalingsmidler, dels blive i Stand til foreløbig at dække Underskud, som eventuelt findes i Landets Betalingsbalance, indtil man ved Obligationseksport og lignende kan dække denne Gæld overfor Udlandet. Den simpleste Maade, hvorpaa en Centralbank kan regulere Terminshandelen, er ved at den noterer en Kurs for spot og for forward Køb og Salg af udenlandsk Valuta, først og fremmest Dollars. Hvis man f. Eks. her i Danmark holder en fast Dollarkurs paa 5,74 og Nationalbanken noterer en Kurs for Køb spot af 5,74 og for Salg forward een Maaned af 5,75,

er dette Udtryk for, at Rentefoden ligger højere i Danmark end i New York, idet man kan staa sig ved at sælge Dollars spot imod at købe dem tilbage forward een Maaned til 5,75 under Forudsætning af, at man ved at have 5,74 Kr. i Danmark en Maaned, kan tjene mere i Rente end Renten er af short money paa New Yorks Pengemarked $+ 2,1$ pCt. p. a., idet Forskellen mellem spot og forward Noteringen af 1 Øre betyder en Forrentning af 2,1 pCt. p. a., thi kan man ikke tjene mere, har man ingen Fordel af at sælge Dollars spot og købe dem tilbage forward. Imidlertid kunde det eventuelt være ret vanskeligt for Udlændinge at faa anbragt Penge til en ordentlig Rente paa kort Sigt her i Landet, da vi mangler det korte Laanemarked. Konsekvensen heraf bør derfor være, at Nationalbanken, samtidig med at notere de ovennævnte Kurser, modtager Indskud fra Udlandet i dansk Mønt til en bestemt Rente. Hele Ordningen bliver saaledes i Virkeligheden ensbetydende med, at Nationalbanken modtager Indskud i udenlandsk Valuta paa en Maaned mod en bestemt Rente. De herved modtagne Beløb i fremmed Valuta sælger Banken saa videre til Importører, som netop, grundet paa, at Danmark i Øjeblikket skal betale mere til Udlandet, end det modtager gennem sin Eksport m. m., maa skaffe sig udenlandske Tilgodehavender. Hvad enten man bruger den førstnævnte Fremgangsmaade, hvor Nationalbanken noterer udenlandske Kurser spot og forward, eller den sidste, hvor det blot drejer sig om Indskud i fremmed Valuta, vil der sikkert blive rejst den Indvending, at der ikke alene vil strømme Penge til Nationalbanken fra Udlandet, men endvidere ogsaa fra Danske, der ikke er tilfreds med den Forrentning, de faar af deres Indskud i Landets Banker. Dette vil ske under den Form, at Danske vil sælge danske Kroner spot i New York mod at købe danske Kroner forward og saa sælge de herved erhvervede Dollars spot til Nationalbanken mod at købe dem tilbage forward. De herved af Nationalbanken modtagne danske Kroner vil de saa indsætte i denne og faar saaledes samme Forrentning som Udlændinge, der har solgt Dollars spot og købt dem forward. Overfor denne Tankegang kan der imidlertid rejses vægtige Indvendinger. For det første, da Noteringen sker pr. een Maaned, er det kun Beløb, som Forretningsfolk ikke behøver at have disponible mindst een Maaned frem i Tiden, de kan bruge til den ovennævnte Transaktion. Endvidere kan Danske kun foretage saadanne Transaktioner, dersom Udlændinge ønsker at anbringe flere Penge end allerede gjort i Danmark, og

her overfor kan Banken gardere sig ved at sætte Indlaansrenten ned. Endelig kan der gøres opmærksom paa, at den Rente, man tilbyder den udenlandske korte Kapital, næppe behøver at være saa meget større end den, der kan opnaas paa New Yorks Pengemarked, og vil saaledes sandsynligvis ikke komme til at ligge væsentlig over, hvad der antageligt er yderst rimeligt, at Bankerne yder for deres paa længere Tid indestaaende Midler. Disse Forhold samt Ukendskab til hele Terminshandelen i udenlandsk Valuta vil sandsynligvis betyde, at Indvendingen mod Oprettelse af et Terminsmarked i udenlandsk Valuta, at de private Bankers Indestaaende herved flyttes over i Nationalbanken, ikke kan betragtes som en afgørende Hindring for at en saadan Handel indføres. Endelig kan anføres, at Nationalbanken herved vil faa et Middel til at tvinge de private Banker til at sætte deres Indlaansrente op og derigennem ogsaa tvinge dem til at sætte deres Udlaansrente op, dersom Nationalbanken frygter for, at de private Banker ikke vil følge den i dens Diskontopolitik. En anden Indvending, der vil blive rejst mod, at Nationalbanken organiserer en Terminshandel, vil være, at den herved paatager sig en Kursrisiko, thi den forpligter sig til at tilbagebetale et vist Dollarbeløb en Maaned frem i Tiden mod øjeblikkelig Modtagelse af dette, men uden at den indkøber det med det samme. Hertil er at sige, at da Banken igennem sin Politik stadig skal blive i Stand til at holde Kronen i en fast eller stigende Kurs overfor Dollar, saa er det jo netop ingen Spekulation, idet Banken, dersom Markedet ikke til enhver Tid har Midler nok til at skabe Balance mellem Udbud og Efterspørgsel af fremmed Valuta, jo netop ved sin Terminshandel skaffer disse Midler tilveje.

Det eneste Tilfælde, hvor der kan være Risiko, er, dersom vi staar overfor en Valuta, der ligger i Stigning overfor Kronen. Er det derimod Kronen, der er stigende, er der en Fordel ved at købe den fremmede Valuta spot og sælge den tilbage forward. Men selv overfor Valutaer, der ligger i Stigning overfor Kronen, kan Nationalbanken foretage disse Forretninger, hvis den kan dække sin Kursrisiko i Udlandet.

Til Regulering af vore Valutaforhold vilde det derfor sikkert have en Del Betydning at faa organiseret et Terminsmarked i fremmed Valuta herhjemme.

Jeg har nu gennemgaaet forskellige af de Midler, der anføres som egnede til at hjælpe til at stabilisere og hæve

Kroneværdien og omtalt en Del af de Vanskeligheder og Farer, de medfører. De vil have lagt Mærke til, at jeg ofte er kommet ind paa Opsparingsproblemet, og min Erfaring er, at jo mere man beskæftiger sig med vort Valutaspørgsmaal, jo mere bliver man overbevist om, at dette er dets alfa og omega saaledes, at selv om Kronen kom i Pari og tilsyneladende holdt sig der, var Valutaproblemet ikke løst før det er lykkedes at paavise, om Landets stadige Gældssættelse er forsvarlig eller om det er en Orm, der, medens vort Erhvervsliv synes at blomstre, indefra undergraver vor Stilling mere og mere.