

## Rentefodens Bevægelser.

Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 21 Februar 1895.

Af

E. Meyer.

---

### I.

Den lave Rentefod, der for Tiden er herskende i Størstedelen af Evropa, har hos mange fremkaldt to vidt forskellige Betragtningssmaader, der delvis bero paa en Overvurdering af selve Faktum. Den ene gaar ud paa, at en i den økonomiske Historie saa enestaaende lav Rentefod nødvendigvis maa være et ganske forbigaaende Fænomen, og at vi af denne Grund snart maa se Renten hæve sig igen. Den anden opfatter Rentens lave Standpunkt som et Udslag af en almindelig Lov, hvorefter Rentefodens Niveau stadig har Tendens til at blive lavere og lavere. Men begge bunde i den Grundopfattelse, at tilnærmelsesvis saa lav en Rentefod som den nuværende har man næppe kendt før. Det er denne populære Opfattelse, der maa betegnes som overdreven.

Man er tilbøjelig til at falde i Forundring over enkelte Fænomener, som man opfatter som særlig usædvanlige. Man hører f. Ex. om den meget lave Privatdiskonto paa visse udenlandske Vexelpladser. Den

hamborgske Privatdiskonto er for Tiden  $1\frac{1}{8}$  pCt., og i Gennemsnit af hele Aaret 1894 var den ikke højere end 1,34. Dette er en overraskende lav Diskontosats, men der er maaske adskillige, hvem det vil overraske mere at høre, at Gennemsnitsdiskontoen i Aaret 1849 var lavere, nemlig 1,24, og at af Aarrækken 1840 til 1860 ikke mindre end 3 Aar vise en Gennemsnitsdiskonto under 2 pCt. Den lavest noterede Sats i 1894 har været  $1\frac{1}{4}$  pCt., men i Aarene 1848, 1849, 1858 og 1860 har den i ikke helt korte Perioder været 1 (i 1849 i Alt i 221 Dage)\*). Privatdiskontoen er her benyttet som Exempel paa Grund af den Betydning, mange — navnlig Debitorer, der maa betale højere Rente — lægge paa Efterretninger om Udlandets lave Diskontosatser. I Virkeligheden er den jo kun et Symptom, og Landets virkelige almindelige Rentefod kan som bekendt afvige meget stærkt baade opad og nedad fra Privatdiskontoen. Men de anførte Tal vise i alt Fald, at dette Symptom paa lav Rentefod ikke er saa abnormt som mange tro.

Den virkelige almindelige Rentefod er jo imidlertid i de sidste Maaneder, om end endel højere end Privatdiskontoen, dog adskilligt lavere end hvad man for ikke lang Tid siden har været vant til. Ved Udgangen af 1894 noteredes det tre pCt.'s tyske Rigslaan 95, hvad der svarer til en Rentefod af 3,16 pCt. I Frankrig stod Kursen paa rentebærende Papirer saaledes, at Rentefoden var lidt under 3 pCt., og i England var den effektive Rente af  $2\frac{3}{4}$  pCt.s Consols og af sikreste

---

\*) Diskontonoteringerne i Hamborg ere dels tagne efter Soetbeer: »Materialien zur Erläuterung etc.«, dels beregnede efter private Optegnelser.

treprocents Papirer omtrent 2,70 pCt. Ogsaa danske  $3\frac{1}{2}$  pCt.s Papirer ere ved Aarets Slutning dels gaet over pari, dels kommet meget nær op derimod, saa at Rentefoden for ubetingede førsteklases mobile Anlæg i Øjeblikket ikke er synderligt over  $3\frac{1}{2}$  pCt. Man vil ved at sammenligne disse Satser med forskellige tidligere Aars blive bestyrket i den Opfattelse, at Renten er nede paa et hidtil ukendt Niveau; men i hvor høj Grad dette er Tilfældet kan man kun blive oplyst om ved en nøjagtigere Undersøgelse af tidligere Tidens Renteforhold, en Undersøgelse, som tillige vil belære om, i hvor stort et Omfang den i sin store Almindelighed rigtige Sætning, at Rentefoden har Tendens til at synke med Kulturens Fremskridt og de økonomiske Forholds Udvikling, holder Stik. Navnlig ville saadanne Undersøgelser vise, om den Bane, ad hvilken Rentefoden bevæger sig, har en nogenlunde retlinet Karakter, eller om den ikke langt snarere fremviser overordentlig store Svingninger — saa store, at Resultatet ofte for lange Perioders Vedkommende ikke bliver nogen Nedgang. En saadan Undersøgelse tilligemed et Forsøg paa en Udredning af de Aarsager, der have foraarsaget Svingningerne, vil ogsaa kunne give os et Fingerpeg med Hensyn til, hvad vi skulle mene om den fremtidige Udvikling.

I nationaløkonomiske Lærebøger vil man ofte som Bevis paa Rentefodens nedadgaaende Tendens træffe Henvisninger til Oldtidens høje Rentefod i Sammenligning med vor Tids, men herved gør man Sagen adskillig simplere end den er. For det første var jo Rentefoden i adskillige Perioder af Middelalderen langt højere end i den romerske Oldtid, men herpaa er der

af adskillige Grunde ingen Anledning til at komme nærmere ind. Dels betyder jo Overgangen fra Oldtid til Middelalder Omstyrtelsen af en gammel Kultur, og den stigende Rentefod kan derfor ikke benyttes som Indvending mod Rentefodens Fald ved stigende Kultur, og dels vilde blot en Fremstilling — endsige en Forklaring — af Renteforholdene i Middelalderen kræve et indgaaende Kendskab til Periodens Historie. Men for det andet have vi efter Middelalderens Udgang gennemlevet et ikke saa kort Stykke Civilisationshistorie, og derfor vil en Fremstilling af nogle Hovedpunkter af Rentefodens Historie i de senere Aarhundreder og navnlig af Udviklingen i vort eget Aarhundrede give adskillig mere Oplysning end en Henvisning til Oldtid og Middelalder.

## II.

For det syttende og attende Aarhundredes Vedkommende er det naturligvis kun spredte og mangelfulde Oplysninger, der kunne skaffes tilveje; dog foreligger der for Datidens rigeste europæiske Lande, England og Holland, tilstrækkelige Data til at man kan faa et paalideligt Indtryk af den virkelige Rentefod for sikre Kapitalanbringelser. For Englands Vedkommende har Jevons\*) givet en grafisk Fremstilling af Kursen paa engelske 3 pCt.s Statspapirer, som — kompletteret af Udgifteren af hans efterladte Skrifter — strækker sig fra 1731 til 1883. Kurvens højeste Punkt findes ved Aaret 1737, da Kursen var 107. Dette svarer til en Rentefod af  $2\frac{4}{5}$  pCt., og denne lave Rente holdt

---

\*) Investigations in Currency and Finance, London 1884.

sig i de nærmest følgende Aar; men efter at Renten atter var begyndt at stige, kom den ikke ned paa Niveauet fra 1737 før 150 Aar efter. Kursen holdt sig over pari til Midten af Fyrrerne, saa gik den endel ned under Krigen med Frankrig, hævede sig atter over pari i Størstedelen af Halvtredserne, gik derefter noget ned og stod ved den amerikanske Frihedskrigs Udbrud i 90, altsaa antydende en Rentefod af  $3\frac{1}{3}$ . I Holland var allerede i 1671 den Rente, man kunde faa ved at laane Penge til Købmænd uden nogensomhelst Sikkerhedsstillelse ikke højere end 3 à  $3\frac{1}{2}$  pCt. Det var den Tid, om hvilken Leroy-Beaulieu fortæller, at Kapitalisterne græd — bogstaveligt talt — naar solvente Debitorer gav dem de laante Kapitaler tilbage. Saa vidt ere vi dog ikke komne i vor Tid. Men i det attende Aarhundrede var Rentefoden betydelig lavere end i det syttende og nittende. Den hollandske Nationaløkonom d'Aulnis de Bourouill har herom anstillet nøjagtige Undersøgelser\*), som give det Resultat, at efter Midten af Aarhundredet er Kursen paa en hel Del forskellige Obligationer, hvis nominelle Rentefod var  $2\frac{1}{2}$ ,  $2\frac{3}{4}$  og 3 pCt., saa meget over pari, at den effektive Rente kun var mellem 2 og  $2\frac{1}{2}$  pCt. For Tysklands Vedkommende mangle detaljerede Oplysninger, men Roscher angiver den almindelige tyske Rentefod i det attende Aarhundrede til 3 pCt. — Hovedresultatet bliver da det, at ved Slutningen af det attende Aarhundrede var Rentefoden i flere af Evropas Lande dels lavere og dels kun ubetydeligt højere end den er ved Slutningen af det nittende, og den lave Rentefod be-

\*) Der Zinsfuss, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik Neue Folge 18. Bind.

tegnede ikke Slutningen af en nedadgaaende, men — i alt Fald for Englands Vedkommende — snarere Slutningen af en opadgaaende Bevægelse.

Saa kom den franske Revolution, og ligesom Revolutionen og dens nærmeste Følger vendte op og ned paa saa meget her i Verden, saaledes revolutionerede den ikke mindst Rentefoden. At angive hvorledes Rentefoden stillede sig under selve Revolutionen, under Kejserdømmet, under den almindelige evropæiske Krigstilstand og i den nærmest følgende Tid, er forbundet med de største Vanskeligheder. Det almindelige Forhold, at Rentefoden paa forskellige Steder og ved forskellige Arter af Kapitalanbringelser kan være meget forskellig, udvikler sig i saa urolige Tider i den Grad abnormt, at man i Grunden slet ikke kan tale om en almindelig Rentefod. Hertil kommer, at man — i alt Fald ved en rent foreløbig Undersøgelse som nærværende — som fast Holdepunkt vælger Rentefoden for sikre Kapitalanbringelser, altsaa f. Ex. Kursen paa sikre Statsobligationer eller Hypothekobligationer. Men Ordet Sikkerhed havde dengang ingen Realitet. Staternes, Grundejernes, Købmændenes Kredit var i den Grad rystet, at man forgæves søger efter de sikre Kapitalanlæg. Nogle enkelte Data kan dog have Interesse. Gennemsnitskursen paa engelske Consols kan i Aarene 1797 til 1814 vistnok sættes til omtrent 65, hvad der svarer til en Rentefod af omtrent  $4\frac{3}{5}$  pCt., men den var nogle Gange i Periodens Begyndelse under 50 — altsaa en Rentefod af over 6. Andre Lande kom imidlertid ikke saa billigt derfra. Naar kongelige danske fire pCt.'s Statsobligationer i 1813 noteredes  $18\frac{2}{3}$ , i 1814 14 og i 1815  $15\frac{1}{2}$ , eller naar preussiske fire pCt.'s

Statsobligationer i 1813 noteredes  $24\frac{1}{2}$  \*), betyder dette selvfølgelig ikke, at Rentefoden var fra 16 til 30 pCt., men Sagen var jo dels den, at man slet ikke fik Papirernes nominelle Rente (de danske Statsobligationer gav jo i de første sex Aar efter Statsbankerotten kun 2 pCt.) og dels, at man mistvivlede om at faa den i Fremtiden eller frygtede at faa den betalt i mere eller mindre værdiløse Papirspenge. Derimod vise de Efterretninger, man baade her hjemme fra og fra Tyskland har om Privates Renteforhold, hvor højt Rentefoden i Virkeligheden var oppe. Diskontoen i København var — ifølge Rubin (Frederik 6.'s Tid S. 158) — i 1814—15 15 pCt., i de følgende Aar til 1817 12 pCt., og for Preussens Vedkommende stod de fineste Landschaftsobligationer i en Kurs, der svarer til en effektiv Rente, der varierer fra noget over 5 til henimod 7 pCt., medens de mindre ansete Obligationer noteredes langt ugunstigere, og andre tyske Staters Pantedebitorer maatte betale en adskillig højere Rente. I Berlin gik Privatdiskontoen ofte op i 9 pCt.

I den følgende Overgangsperiode bedrede Forholdene sig, men det varede længe, før de kom til Ro. Hurtigst gik Rentefoden ned for gode Hypotheklaan, og fire pCt.'s pommerske og märkiske Landschaftsobligationer stod allerede 1815 i pari, hvorimod Staterne endnu i længere Tid maatte stifte Laan paa særdeles trykkende Betingelser. Frankrig og Preussen stifte i 1818 fem pCt.'s Laan til saadanne Kurser, at den effektive Rente blev fra 7 til  $7\frac{1}{2}$  pCt., og den virkelige

---

\*) Julius Kahn: Geschichte des Zinsfusses in Deutschland seit 1815 (Stuttgart 1884), hvorfra ogsaa de følgende tyske Kursnoteringer væsentligst ere hentede.

Rente af det danske Statslaan af 1821 var, naar man tager Hensyn til Amortisationsbetingelserne, efter en løselig Beregning henimod 9 pCt., medens Norge i 1820 betalte omtrent 12 og i 1822 omtrent 8 pCt.\*). I 1825 syntes de første Tegn til en stærk Nedgang i Renten paa Verdensmarkedet at vise sig. Som bekendt søgte den danske Stat at benytte sig af Konjunkturerne til at stifte et tre pCt.'s Laan paa ret gunstige Betingelser, men dette Laan blev imidlertid paa Grund af en ligesaa pludselig Konjunkturforandring i Virkeligheden meget dyrt.

Den Del af det nittende Aarhundrede, som ligger efter Overgangstiden, deler sig, hvad Rentefodens Bevægelser angaar, i tre tydeligt adskilte Perioder, hvis Varighed i de forskellige Lande er noget forskellig, uden at derfor den fælles Tendens giver sig mindre tydelig tilkende. Fra Midten af Tyverne til ind i Fyrerne falder Rentefoden næsten uafbrudt. Kun for Statspapirers Vedkommende danner Aaret 1831 paa Grund af Julirevolutionens Eftervirkninger en Undtagelse, medens denne Begivenhed ikke synes at have haft nogen Indflydelse paa Renten af Hypothekobligationer eller private Pantelaan. For Danmarks Vedkommende illustreres Bevægelsens Karakter ved følgende Tal: Gennemsnitskursen paa fire pCt.'s kongelige Obligationer kan i 1826 sættes til omtrent  $81\frac{3}{4}$ \*\*), hvad der svarer til en Rentefod af 4,89; i den følgende Tid stiger Kursen næsten uafbrudt Aar for Aar — med

\*) Aschehoug: Om Kapitalrenten og Rentefodens Historie, Statsøkonomisk Tidsskrift, 1892.

\*\*\*) Kurserne paa danske Obligationer ere for Tiden indtil 1859 uddragne af Handels- og Industritidende, Handels- og Skibsfartstidende og Mæglernes Prisnoteringer, efter 1859 af Statistisk Bureaus Sammendrag.



Undtagelse af 1831 — indtil Obligationerne i Slutningen af 1841 for første Gang i Aarhundredets Løb gik i pari. De holdt sig nu stadigt over pari omtrent indtil Oprørets Udbrud og naaede adskillige Gange en Kurs af 105. I 1847 er Gennemsnitskursen  $103\frac{3}{4}$ , hvilket svarer til en Rentefod af 3,86 eller ret nøjagtig een pCt. lavere end tyve Aar forud. Efterat Obligationerne i 1848 atter vare gaaede under pari, naaedes Parikursen indtil 1885 kun een Gang, nemlig i Midten af Halvtredserne. Nationalbankens Diskonto fulgte omtrent den samme Bevægelsesretning. Den var i Tyverne først 6, derefter 5 og fra 1827 til Slutningen af 1847 næsten uafbrudt 4.

Den anden Periode, den højere Rentefods Tid, tager i Tyskland og andre Lande sin Begyndelse omtrent 1845, i Danmark først 1848. I Begyndelsen er Tendensen noget vaklende, og navnlig i de første Aar af Halvtredserne gaar Rentefoden snart lidt op og snart lidt ned, men fra Midten af Halvtredserne er den opad-gaaende Bevægelse i næsten hele Resten af Perioden meget decideret, og denne fortsætter sig for Størstedelen af Europas Vedkommende til de første Aar af Halvfjerdsene, for Danmarks Vedkommende delvis til 1878. Fra Kurserne paa vore fire pCt.'s Statsobligationer kan nævnes nogle enkelte illustrerende Exempler. Gennemsnitskursen kan i 1850 sættes til omtrent  $90\frac{3}{4}$  og den steg i Midten af Halvtredserne til omtrent pari, i 1860 var den et Par pCt. under pari, i Løbet af Aarene 1864 og 1865 sank den noget under 90. Nedgangen fortsattes, og Kursen var i 1870 83 og derunder. I 1875 var Kursen lidt oppe over 92, men den sank atter og var i 1878 til Tider omtrent 86 og gennem-

snitlig omtrent 89. Kreditforeningsobligationernes Kurser udvise analoge Bevægelser, idet de dog af og til var en Del lavere end Statsobligationernes. Rentefoden for sikreste Anlæg nærmede sig med andre Ord til 5 pCt. Bankdiskontoen udviser selvfølgelig større Svingninger, men med Undtagelse af Aarene 1861 til 1863 og 1867, i hvilke den af og til gik ned i  $3\frac{1}{2}$  pCt., holdt den sig gennemgaaende over 4, og i Aarene 1875 til 1877 var den gennemsnitlig mellem 5 og  $5\frac{1}{2}$ . Preussiske  $3\frac{1}{2}$  pCt.'s Statspapirer og Landschaftsobligationer, som i Begyndeisen af Fyrreerne vare gaaede op over pari, sank i denne Periode betydeligt derunder, og efterhaanden gik ogsaa de fire pCt.'s Obligationer ikke lidt under pari.

Aarhundredets tredje Periode, Tiden efter Halvfjerdsernes Slutning, er den synkende Rentefods Tid. Denne Tid ligger os saa nær, at den ikke her behøver at illustreres med Tal. Nedgangen har været større end Opgangen i den nærmest foregaaende Periode, og vi staa nu overfor en saa lav Rentefod, som man ikke har kendt i det nittende Aarhundrede, men vel i tidligere Aarhundreder.

### III.

Vil man undersøge hvad det er, der har fremkaldt de i det foregaaende omtalte Svingninger, og drage Slutninger om, hvorledes Forholdene ville stille sig i Fremtiden, er det nødvendigt at se paa de almindelige Grunde, der kunne tænkes at paavirke Rentens Højde.

Først maa man fra den rene Kapitalrente udskille de Beløb, der indgaa i den samlede Rente, men som i Virkeligheden ere Vederlag for Ydelser af forskellig

Art. Man plejer i denne Henseende at fremhæve Risikopræmien, men denne er ikke det eneste Tillæg. Den, der anlægger Kapital — enten det sker ved at anvende den produktivt eller ved at laane den ud — har foruden Risikoen tillige en Ulejlighed af en eller anden Art at paatage sig, saa at der i Vederlaget for Kapitalanbringelsen næsten altid foruden Renten skjuler sig et Moment af Arbejds løn eller Driftsherregevinst. Imidlertid fører Tidernes Udvikling det med sig, at der opstaar flere og flere Former for Kapitalanbringelser, hvor saavel Risikoen som Ulejligheden reduceres til det mindst mulige.

At Risikopræmien formindskes med Kulturudviklingen skyldes naturligvis først og fremmest den voxende Retssikkerhed, men ved Siden deraf kommer Betydningen af et velordnet Pengevæsen i Betragtning. Den Risiko, man løber ved at anlægge Kapital enten i egne Foretagender eller i Udlaan, bestaar ikke alene i, at den helt eller delvis kan gaa tabt, men ogsaa i, at man kan faa den tilbage i en Skikkelse, som man ikke kan være tjent med. Herpaa beror den højere Rentefod, som man under iøvrigt lige Omstændigheder altid kan iagttage i Lande med uindløselige Papirspenge, saa længe Stemningen gaar i den Retning, at Sedlernes Kurs skal gaa yderligere ned, og den højere Rente, der for Tiden er herskende i Lande med Sølv møntfod. Det er ofte fremhævet, men maa overfor modsatte Opfattelser stadig gentages, at hvis Danmark ikke i Halvfjerdserne havde indført Guldmøntfoden, vilde ethvert Kapitalanlæg i Danmark have medført den Fare, at man fik baade Renter og Kapital tilbage i en Valuta, om hvilken man med Rette frygtede for, at den stadig

skulde synke i Værdi paa Verdensmarkedet. Uden Vederlag for denne Fare havde man ikke indladt sig paa Kapitalanlægene.

Den med Kapitalens Anbringelse forbundne Ulejlighed formindskes i en væsentlig Grad ved forbedrede Kreditinstitutioner. I denne Henseende kan man f. Ex. pege paa vore Kreditforeninger. At disse have bragt Grundejerne betydeligt billigere Laan end de tidligere kunde skaffe sig, beror ganske vist for en Del paa, at Risikopræmien forringes ved det solidariske Ansvar, men en væsentlig Rolle spiller dog den Omstændighed, at omtrent ethvert Spor af personlig Ulejlighed er taget bort fra Obligationsejeren. En lignende Betydning kan ogsaa tillægges Sparekasser og alle andre Institutioner, der lette Kapitalejeren Anbringelsen. Den her fremhævede Virkning af de nævnte Institutioner udelukker naturligvis ikke, at de ogsaa kan have Indflydelse paa den rene Rentefod, hvorom senere.

Anvender man disse Betragtninger paa den i det foregaaende antydede historiske Udviklingsgang, er det klart, at de nævnte Momenter have haft en afgørende Betydning for de ejendommelige Forhold i Begyndelsen af vort Aarhundrede — om de end langt fra have været enebestemmende. Den manglende Tillid, de forvirrede Pengeforhold, og for Danmarks Vedkommende Mangelen af hensigtssvarende Kreditinstitutioner bidrog til at drive Renten op, og den tilbagevendende Ro og Orden, Pengevæsenets voxende Stabilitet vare Faktorer, der mægtigt hjalp til Nedgangen i den følgende Tid. Men til Forklaring af de Svingninger, der ere foregaaede efter Midten af Fyrrerne, slaar Henvisningen til Risikopræmie og Ulejlighed ikke til, lige saa lidt som

til Forklaring af Rentefodens Stigning i England i Slutningen af forrige Aarhundrede. Sikkerheden ved almindelige Kapitalanbringelser var i Tiden fra Fyrrerne til Halvfjerdserne ikke mindre men større end i den forudgaaende Periode, og Oprettelsen af Institutioner, der formindskede Ulejligheden ved saadanne Anbringelser, tog netop en særlig stærk Væxt efter Fyrrerne. Saaledes falder jo her i Danmark Oprettelsen baade af Kreditforeningerne og af de private Banker i den opadgaaende Rentefods Periode.

Til Forstaaelse af disse Forhold maa man da se paa, hvad der virker bestemmende for den rene Rentefod.

Naar det almindelig siges, at Rentefoden afhænger af Tilbud af og Efterspørgsel efter Kapital, er dette i og for sig rigtigt men lidet oplysende, dels fordi det netop gælder om at se hvilke Faktorer der ere bestemmende for Udbudet og Efterspørgselen, og dels fordi man maa være klar over, hvad der i denne Sammenhæng skal forstaaes ved Kapital. I det Kapitel af Jevons' Nationaløkonomi, hvori han behandler Kapitalen og dens Rente, findes et Par Sætninger, der klart og skarpt fremhæve det Synspunkt, der bør lægges til Grund for Betragtningen. »Kapitalens eneste og altbetydende Funktion« udtaler han, »er at sætte Arbejderen i Stand til at afvente Resultatet af et Arbejde, der varer længe — at lægge et Interval mellem Begyndelsen og Slutningen af et Foretagende.« I Kraft heraf defineres Kapitalen som »den samlede Sum (agregate) af de Varer, der behøves for at underholde Arbejdere af enhver Art eller Klasse, mens de ere beskæftigede med Arbejdet«. I Stedet for at sige, at en

Maskine eller Bygning er en fast Kapital, foretrækker han derfor at bruge det fra det praktiske Forretningsliv hentede Udtryk, at Kapitalen er fastgjort i Maskinen eller Bygningen; men det, der efterspørges i de Tilfælde, hvor der er Tale om en Kapitalefterspørgsel, der har Indflydelse paa Rentefoden, er ikke den fastgjorte men den fri Kapital. Det kan være et Spørgsmaal, om man i alle Forhold vil acceptere Jevons' Kapitaldefinition. Men i denne Sammenhæng kommer det ikke an paa, hvorledes man i det hele skal definere Begrebet Kapital, men hvad det er, der i Virkeligheden efterspørges og udbydes paa Kapitalmarkedet.

En videre Uddybning af Jevons' Tankegang kan man nu finde hos en Del yngre Nationaløkonomer, af hvilke den, der har gjort det væsentligste og betydningsfuldste Tankearbejde, er Böhm-Bawerk. Baade Jevons' og de senere Forfatteres Opfattelse hviler paa den Hovedbetragtning, at det, der adskiller den kapitalistiske Produktion fra den kapitalløse, er den Omstændighed, at den førstnævnte er en Produktion ad Omveje, hvor en Del af Samfundets Arbejde ikke umiddelbart rettes paa at frembringe Forbrugsgenstande men paa at frembringe Mellemlid, der atter paa et senere Tidspunkt kan forøge Frembringelsen af Forbrugsgenstande. Der skydes paa denne Maade et Tidsinterval — ofte en lang Række af Intervaller — ind imellem Værkets Begyndelse og dets Resultat i et Produkt, der kan tjene til menneskelige Fornødenheders Tilfredsstillelse; men til at tilfredsstille Befolkningens Forbrug i denne Mellemtid kræves et Subsistensfond, og det er dette Subsistensfond, der udbydes og efterspørges paa Kapitalmarkedet. Ethvert Kapital-

anlæg, enten det sker i Form af Laan eller ved Ejers egen produktive Virksomhed, er et Udlæg af den Del af Samfundets Subsistensfond, hvorover Ejeren har Disponibilitet, saaledes at han først efter nogen Tids Forløb faar det igen i samme disponible Skikkelse, og i Størrelsen af den Rente, han indvinder, finder man et Udtryk for den større Værdi, der maa tillægges en nuværende Disponibilitet over Forbrugsmidler ligeoverfor en udsat, en senere Disponibilitet. Dette Forhold træder naturligvis klarest frem ved egentlige Forbrugs-laan, men er i Virkeligheden i lige saa høj Grad tilstede ved Produktionslaan. Grundlaget for Renten af disse sidste er selvfølgelig det, at Laantageren selv kan faa Rente af den Kapital, man laaner ham; men Betingelsen herfor er den Omstændighed, at han ved at komme til at raade over disponible Nutidsværdier kan anvende dem til Køb af Raastoffer og Redskaber, Betaling af Arbejdere o. s. v., med andre Ord selv udgive disponible Nutidsværdier til dem, der har Trang til at modtage disse imod af dem at faa Ydelser, der først paa et senere Tidspunkt antage en disponibel Skikkelse.\*)

Rentens Højde maa derfor til enhver Tid rette sig efter den samfundsmæssige Vurdering af disponible Nutidsværdier i Forhold til Fremtidsværdier, og denne Vurdering beror hovedsagelig paa tre Momenter: Rigeligheden af Samfundets nuværende Forsyning med

---

\*) Nærværende Fremstilling giver langtfra nogen udtømmende Behandling af Problemet om, hvorledes Kapitalrenten opstaar, men gør heller ikke nogen Fordring derpaa. Den tilsigter kun at paapege nogle af de vigtigste Momenter, der paavirke Rentens Højde.

Subsistensmidler, Muligheden for produktivt at anlægge det nuværende Subsistensfond paa en Maade, der lover bedre Forsyning i Fremtiden, og endelig Samfundets psykologiske Tilstand, de enkelte Individets Tilbøjelighed til at vurdere den øjeblikkelige Tilfredsstillelse af deres Fornødenheder eller Ønsker højt eller lavt i Forhold til en opsat Tilfredsstillelse. Jo rigeligere Subsistensfonden er i Forhold til Befolkningens Størrelse, desto lavere vil man under iøvrigt lige Omstændigheder vurdere Besiddelsen af disponible Nutidsværdier i Forhold til fremtidige, saaledes som man under alle Forhold vurderer det, hvoraf der er relativ Overflod, lavt. Med andre Ord: Subsistensmidlernes Rigelighed har Tendens til at fremkalde en lav Rentefod. Paa den anden Side vil man under iøvrigt lige Omstændigheder vurdere Besiddelsen af disponible Nutidsværdier desto højere, i jo højere Grad Teknikens Standpunkt giver Anledning til med Haab om en voxende Produktion at forlænge Produktionsperioden, at indskyde flere og flere Mellemlid mellem Begyndelsen og Slutningsresultatet af Samfundets Produktion. Enhver Anledning, som Teknikens Udvikling giver til at forlænge Produktionsperioden, til at anvende Arbejdet indirekte i Stedet for direkte, vil medføre en Tendens til Stigning i Rentefoden. Endelig vil Befolkningens Letsindighed, dens Hang til øjeblikkelig Nydelse indvirke forhøjende paa Rentefoden, medens Sparsommeligheden, Tilbøjeligheden til at renoncere paa den øjeblikkelige Tilfredsstillelse for at sikre sin eller sin Families Fremtid, vil fremkalde den modsatte Bevægelse.



## IV.

Naar man anvender de fremhævede Grundsynspunkter til Belysning af den i det foregaaende fremstillede faktiske Udviklingsgang og til et lille Blik ind i Fremtiden, vil følgende være klart: I Slutningen af det attende Aarhundrede (før den franske Revolution) havde der i England og Holland udviklet sig en betydelig Rigdom, og samtidig var den moderne Teknik ikke naaet op til det Standpunkt, at den tillod at binde Kapitalen paa lange Tider med Haab om Udbytte. Efterspørgselen efter Kapital betød dernæst i langt højere Grad end nutildags Efterspørgsel indenfor Landets egne Grænser. Store Udlaan til fremmede Nationer vare langt sjældnere end nu, om de end kendtes i et ikke helt ringe Omfang.

Da de usikre Forhold efter den franske Revolution og Napoleonskrigene kom til Ro, faldt Rentefoden, men den naaede dog ikke det lave Standpunkt, som den tidligere havde indtaget. Blandt de forskellige Grunde, der kan nævnes hertil, indtager den begyndende Benyttelse af Dampkraften en betydelig Plads, og den bliver en af Hovedgrundene til den stigende Rentefod i den næste Periode fra Fyrrerne til Halvfjerdserne. I det hele er den stigende Rentefod ikke vanskelig at forklare ud fra de foran nævnte Synspunkter. Vel var Subsistensfonden i Lande som England, Tyskland, Holland og Danmark i Forhold til disse Landes Folkemængde ikke aftaget, men Muligheden for Arbejdets Anvendelse til Produktion af Genstande, der først i Fremtiden vilde forøge den yderligere, i Stedet for til en direkte umiddelbar Forøgelse af den, var stegen overordentlig ved de store Opfindelser paa Maskintek-

nikens, Landbrugsteknikens og Transportvæsenets Omraade. Og hertil kom, at de omhandlede Lande ikke længere nøjedes med væsentlig at tage Hensyn til den Mulighed for saadan Anvendelse, der aabnede sig indenfor deres egne Grænser. Det var den Tid, da navnlig Englands, Tysklands og Hollands Kapitaler i tidligere vistnok ukendt Omfang strømmede bort til Rusland, Østerrig-Ungarn, Sverig og Nordamerika. Skal man fremhæve nogle Hovedpunkter i Tidens økonomiske Fysiognomi, kan man særlig mærke sig Jærnbanebygningen og Europas Overgang til mere og mere intensivt Jordbrug. Særlig det sidste Moment spillede for Danmarks Vedkommende en stor Rolle og maa vistnok nævnes som en væsentlig medvirkende Aarsag til, at Rentestigningen herhjemme varede saa meget længere end f. Ex. i Tyskland. Men ved Siden af de nævnte Faktorer virkede naturligvis Fastgørelsen af Kapital paa mange andre Maader, maaske ogsaa i Forbindelse med en Væxt i hele Befolkningens standard of life, et Moment, der jo efter det foran udviklede ogsaa maa virke renteforhøjende.

Saa længe Jærnbaneanlægene og lignende Foretagender vare i deres Vorden, virkede de renteforhøjende. Nu er det omvendte Tilfældet, og dette giver os et Indblik i Spørgsmaalet om, hvilken Betydning den saakaldte faste Kapital har med Hensyn til Rentefoden. Det er let, at se, at her er to skarpt adskilte Faser at iagttage. Selve det, at Kapital fastgøres, virker som en Efterspørgsel efter Subsistensmidler, men Hensigten med Kapitalens Fastgørelse er jo netop paa et senere Tidspunkt at forøge Subsistensfonden saa meget desto mere, og den faste Kapital faar derfor, saafremt An-

læget har været hensigtssvarende, gennem sine stadige Afkastninger en rentenedsættende Virkning. Paa intet andet Omraade træder dette saa tydeligt frem som gennem Virkningen af de Kapitaler, der ere blevne fastgjorte i Jærnbaner og i Grundforbedringer. Det er jo let nok at se, i hvor høj Grad Nutidens enormt forøgede Produktion af Levnedsmidler og andre Forbrugsartikler skyldes disse Arter af Kapitalfastgørelse i tidligere Tider.

Et Punkt, som der i hele den foregaaende Udvikling ikke er taget noget Hensyn til, men som ofte fremhæves som et rentenedsættende Moment, er Forøgelsen af Omsætningsmidlerne, særlig de ædle Metaller. Sagen er imidlertid i Virkeligheden den, at en Virkning i den Retning enten slet ikke finder Sted eller ogsaa kun er af rent midlertidig Karakter. Den forholdsvis stærkeste Forøgelse, som Mængden af ædelt Metal har faaet i vor Tid, var den, der foregik efter Opdagelsen af de kaliforniske og australske Guldlejer. Men en rentenedsættende Virkning af denne Metalforøgelse lader sig ikke paavise. Kun Bank of Englands Diskonto viser maaske en ganske kortvarig Paavirkning, men om en direkte Virkning paa Renten af faste Anlæg i det øvrige Europa er der ikke Tale. Derimod blev Varepriserne stærkt paavirkede, og en indirekte Virkning paa f. Ex. Tysklands og Danmarks Rentefod kan maaske ogsaa spores, men ganske vist i modsat Retning af den, man kunde vente. Rentefoden gik nemlig til Tider op paa Grund af den kraftige Efterspørgsel efter Varer til Export til Amerika og Australien, som Guldfundene skabte. I alle Tilfælde, hvor en forøget Metalmængde umiddelbart giver Anledning

til en forøget Efterspørgsel efter Varer og derved til stigende Priser, kan den ikke have nogen Rentenedgang til Følge. Kun i de Tilfælde, hvor den forøgede Metalmængde ikke umiddelbart benyttes til Efterspørgsel efter Varer, vil den i alt Fald midlertidigt komme frem paa Kreditmarkedet og trykke Rentefoden. Men i de fleste Tilfælde vil Forholdet hurtigt rette sig derved, at Metallet efterhaanden kommer ud paa Varemarkedet og enten forhøjer Varepriserne eller direkte anvendes til industrielt Brug. Hvis dette ikke sker, men det vedblivende ophober sig i Bankerne, saa har dette sin Grund i, at der overfor den store Varemængde ikke er tilstrækkelig Efterspørgsel efter Varer fra deres Side, som have Dispositionsret over Metallet. Guldmængdens Forøgelse er da kun en tilsyneladende Aarsag, Forholdet mellem Udbud af og Efterspørgsel efter Subsistensmidler den virkelige. I det sidste Aarti, hvor Forøgelsen i Guldproduktionen med Undtagelse af de to sidste Aar netop ikke har været stor, har en saadan Ophobning fundet Sted, og den tilsyneladende Pengeoverflod betyder da i Virkeligheden Overflod paa Kapital og Mangel paa Lyst eller Lejlighed til at fastgøre Kapitaler.

Ifald man nu vilde indlade sig paa at drage Slutninger med Hensyn til Fremtiden, saa pege Tegnene for den nærmeste Fremtid vistnok i Retning af en vedblivende lav Rentefod. Naturligvis kan man aldeles ikke have nogen Mening om, hvilke midlertidige mere eller mindre kortvarige Svingninger der kan indtræde. Midlertidige Kapitalefterspørgsler fra Nordamerika, Østerrig eller Rusland kunne for en Tid bringe Rentefoden til at stige. Virkningerne af en europæisk Krig kunne være

ganske uberegnelige. Hvis flere Stater indvikles i den, vil en saadan Kalamitet jo blandt andet betyde, at saa og saa mange Millioner af Europas Befolkning drages bort fra de fredelige Sysler til uproduktiv Virksomhed, og at Forholdet mellem Udbud af og Efterspørgsel efter Subsistensmidler voldsomt forrykkes. Men forudsætter man en fortsat fredelig Udvikling, stiller Forholdet sig saaledes, at der overfor de eksisterende faste Kapitalers og Jordens fortsatte aarlige Afkastninger ikke synes at være Lejlighed til en fortsat Fastgørelse af Kapital med Udsigt til saa stor Fordel, at man derfor kan byde en høj Rente. Man kan vedblive at bygge Jærnbaner, men det bliver de sekundære Linjer, som netop kun anlægges, naar Kapitalen er saa rigelig, at man kan disponere over den til en lav Rente. Nutidens Opfindelser f. Ex. paa Elektricitetens Omraade ere maaske i rent naturvidenskabelig Henseende ligesaa epokegørende som Jærnbanernes Opfindelse var i sin Tid, og at en Gang i Fremtiden disse eller andre fremtidige Opfindelser ogsaa ville faa en ligesaa stor økonomisk Betydning, lader sig naturligvis paa Forhaand ikke bestride. Men foreløbig staar den alt eksisterende Masse af fast Kapital i Vejen for dem. D'Aulnis de Bourouill, der særlig har lagt Vægt paa dette Moment, omtaler, hvorledes han i Aaret 1887 fandt den lille By Echternach i Luxemburg fuldt elektrisk belyst, og hvorledes Forklaringen paa det Fænomen, at Echternach saaledes tilsyneladende gik i Spidsen for Civilisationens nyeste Fremskridt, simpelthen maatte søges i den Omstændighed, at Byen aldrig havde haft noget Gasværk. En lignende Iagttagelse havde kunnet gøres i Lyngby. — Ifald vi i dette Øjeblik ganske havde manglet Spor-

vogne i København, er der vel ingen Tvivl om, at vi meget snart vilde se Byen gennemfaret af elektriske Sporvogne, og at en meget betydelig Kapital vilde blive fastgjort i saadanne Anlæg. Nu have vi Hestesporvognene, som besørge Trafiken forholdsvis tilfredsstillende, og i hvilke der stikker en meget betydelig Kapital, som delvis vilde blive tilintetgjort ved Overgangen til et nyt System. Derfor gaar det langsommere med Indførelsen af Elektriciteten. Da Jærnbannerne kom op, trængte man i allerhøjeste Grad til nye Forbindelseslinjer, og der stak ikke en stor fast Kapital i de gamle.

Men i Fald man gaar videre og udstrækker sin Spaadom om lav Rentefod til ikke alene at gælde den nærmeste Fremtid, men et længere Spand af Tid f. Ex. — som d'Aulnis de Bourouill syntes tilbøjelig til — et Tidsrum af 50 Aar, saa gaar man sikkert for vidt og tager ikke tilstrækkeligt Hensyn til et saa vigtigt Moment som Befolkningens naturlige Tilvæxt — særlig den nordamerikanske Befolknings. Vor Tids enorme Forøgelse af Subsistensmidlerne skyldes jo i en fremtrædende Grad Nordamerikas Rigdom paa ny Jord. Tilvæksten i Nordamerikas og Ruslands Overskudsudførsel af Landbrugsprodukter og Nedgangen i Rentefoden har med faa Undtagelser holdt ganske godt Skridt med hinanden; men disse Forhold maa en Gang forandre sig. En tysk Statistiker har for nogen Tid siden spaaet, at om faa Aar vil Nordamerikas Befolkning være steget saa stærkt, at det ikke længere kan udføre Korn. Hvorvidt denne Beregning holder Stik, er det svært at have nogen Mening om, og i hvert Fald mangler man i Europa tilstrækkeligt statist-

isk Materiale til at kontrollere den, men derfor staar en saadan Situation dog altid som en Fremtidsudsigt, og naar Tidspunktet nærmer sig, ville de stigende Kornpriser ad naturlig Vej føre til, at man væbner sig mod Følgerne. Nye Kornkamre maa opsøges, nye Forbindelseslinjer aabnes; der maa atter komme levende Fart i Samfærdselsmidlernes Udvikling. Jordbunden, særlig den nordamerikanske, maa dyrkes endnu mere intensivt; kort sagt Kapitalanlæg og Kapitalefterspørgsel vil forøges, og Rentefoden vil atter faa en opadgaaende Tendens. Den Utilbøjelighed til at anlægge Kapital i fremmede Verdensdele, som siden Baringkrisen naturligt nok har hersket i Europa og har bidraget sit til at trykke Rentefoden, vil til den Tid formodentlig delvis blive overvunden. Endvidere vil Varespekulationen, Opsamlingen af Varer saasom Korn o. l. i Haab om Prisstigning, hvorved betydelige Kapitaler bindes, atter indtage den Plads i Verdenshandelen, som den før har haft, og som den nutildags for en stor Del har mistet.

## V.

I det foregaaende er nærmest behandlet de naturlige Aarsager til Op- og Nedgang i Rentefoden. Et Spørgsmaal, som man i denne Sammenhæng ikke kan lade ligge, er Spørgsmaalet om, i hvor høj Grad man er i Stand til at paavirke Rentefoden, navnlig i nedadgaaende Retning, gennem Lovgivningen eller gennem andre Foranstaltninger af offentlig eller halvoffentlig Natur.

I denne Henseende er det allerede foran betonet, hvorledes alt, hvad der styrker Retssikkerheden i et

Land, bringer Risikopræmien ned, og hvorledes Institutioner, der tilsigte at forringe Ulejligheden ved Udlaan, ogsaa maa bringe den Del af Renten, der er Vederlag for Ulejligheden, ned. Men saadanne Institutioner have endvidere Indflydelse paa den rene Rentefod derved, at de opfordre til at spare. De kunne foraarsage, at Indtægter opspares, der ellers vilde være blevne forbrugte, og give Stødet til, at der hos mange opstaar en forandret Vurdering af Nutid og Fremtid og derigennem en lavere Rentefod. I denne Retning virke ikke alene Banker, Sparekasser, Kreditforeninger o. s. v., men ogsaa i stort Omfang Livsforsikringen i alle dens Former saavel som Sygekasser og lignende Institutioner. Man vil erindre, at der ved Indretningen af den tyske Alderdoms- og Invalidforsørgelse fra flere Sider stærkt blev henpeget paa den Fare, som laa i, at der ad denne Vej vilde blive opsamlet et overordentlig stort Kapitalfond — efterhaanden omtrent 1100 Millioner Mark. Om denne Fare er saa stor, som det dengang blev fremhævet, er et Spørgsmaal for sig; men det kan næppe betvivles, at Loven ved den tvungne Opsparing af mange Smaabeløb, der ellers for en stor Del vilde være blevne forbrugte, har bidraget sit til at hindre en Rentestigning i Tyskland.

Dernæst maa det bemærkes, at enhver Foranstaltning, der nedbryder Grænserne mellem de forskellige Landes Kapitalmarkeder, bidrager til at udjevne Forskellen mellem disse Landes lokale Rentefod, og at derfor det Land, der staar tilbage i Retning af Kapitaldannelse, profiterer ved saadanne Forholdsregler, medens ganske vist samtidig de rigere Landes Rentefod paavirkes i omvendt Retning. I denne Henseende kan der naturligvis gøres meget i Retning af at ud-



brede Kendskab til sit Lands Forhold og at indrette sine Kreditforhold paa en saadan Maade, at det gøres lettere for den udenlandske Kapital at optræde paa Landets Kapitalmarked (f. Ex. ved den ofte benyttede Fremgangsmaade at udstede offentlige Obligationer med udenlandsk Text, lydende paa udenlandske Penge-sorter og med Rentebetaling i Udlandet). Kun maa man bestandig erindre, at det, der i Virkeligheden opnaas ved saadanne Foranstaltninger, for saa vidt der opnaas noget, altid har to Sider. Ved at nedbryde de Skranker, der skille et Lands Kapitalmarked fra Verdensmarkedet, virker man utvivlsomt i Fremskridtets Tjeneste, men man gør sit Land solidarisk med Verdensmarkedet baade i godt og ondt. Man opnaar, at saalænge Verdensmarkedets Rentefod er lavere end Indlandets, kan man laane i Udlandet; man kan f. Ex. afsætte Statspapirer og andre offentlige Obligationer paa Verdensmarkedet; men saasnart dettes Rentefod faar en Tendens til at blive højere end Indlandets, kan man ikke hindre, at Bevægelsen gaar den modsatte Vej. Saa strømme Obligationerne tilbage, eller Indlandets Kapitalister købe udenlandske Papirer, kort sagt, Indlandets Kapitaler strømme atter ud paa Verdensmarkedet.

Det, der er fælles for de hidtil nævnte Foranstaltninger, og som bidrager til, at de kunne blive af effektiv Betydning, er den Omstændighed, at de alle ere rationelle, d. v. s. at den Virkning, som de søge at fremkalde, den søges naaet gennem en Paavirkning af de Faktorer, der naturligt maa have Indflydelse paa Rentefoden. Anderledes forholder det sig derimod med adskillige Forsøg, der gaa ud paa direkte at paavirke Renten uden at forandre de Forhold, som altid

til syvende og sidst maa være bestemmende for den. Herhen hører først og fremmest Statens Paabud om Begrænsning af Rentens Højde. Hvad der er talt og skrevet om Fortidens Aagerlove, er saa mangfoldigt og saa almenkendt, at der ikke er Anledning til her at gentage det. Nyere Tidens Aagerlove, f. Ex. den tyske og den østerrigske, hvile netop paa den Erkendelse, at det ikke lader sig gøre at fastsætte en bunden Rentefod. De gaa kun ud paa at straffe den, der benytter sig af Medkontrahentens Uvidenhed, Trang eller lignende Forhold til at foreskrive ham haardere Betingelser end Forholdets Natur i det givne Tilfælde fører med sig. Hvad der kan indvendes mod disse Love er, at de overlade saa meget til Dommervilkaarligheden; men at den tyske Lovgivning bestemt har taget det Stade, at der ikke i højere Grad kan fastsættes lov-mæssige Taxter for Pengelaan end for Køb og Salg af Varer, fremgaar bl. A. tydeligt af det Tillæg til Loven, som den fik i 1823, og som fastslaar ganske identiske Bestemmelser for Handel med Varer som dem, den oprindelige Lov fastslog for Pengelaan alene.

Tanken om Muligheden af at fastsætte Rentefoden ved Lov synes dog at være af en mærkelig sejlivet Natur, hvad der f. Ex. fremgaar af Forslaget om at nedsætte det ved Lov af 6. April 1855 fastslaaede Maximum for den Rente, der uden Bevilling maa ydes af Laan i faste Ejendomme, fra 4 til  $3\frac{1}{2}$  pCt., eller rettere Tanken om, at en saadan Lovforandring vil have nogen Betydning. Der synes vanskeligt herom at kunne siges andet end, at enten synker den almindelige Rentefod til  $3\frac{1}{2}$  pCt. og derunder, og saa behøves Loven ikke, eller ogsaa holder den sig derover,

og saa vil man vel i ligesaa høj Grad som det tidligere har været Tilfældet, søge Bevilling til at give højere Rente. Tankegangen synes nærmest at være den, at man skal genere sig for at søge Bevilling, men ganske afset fra, at det er Debitor og ikke Kreditor, der skal søge den, vil Følgen dog øjensynlig blive den, at de faa, der genere sig for at tage en Rente, som Loven stempler som mindre passende, ville søge deres Kapitaler anbragte under Forhold, hvor intet Paabud eksisterer, og saa maa Ejerne af faste Ejendomme nøjes med at laane af dem, der ikke genere sig.

Noget lignende gælder Tanken om ved Paabud at nedsætte Renten af Sparekasseindskud og lignende Midler, forsaavidt man herved tilsigter varigt at nedsætte den almindelige Rentefod. Den Kritik, der ofte har været rettet imod enkelte Sparekasser, der gav Interessenterne en højere Rente end Landets almindelige Rentefod indicerede, er i sig selv berettiget nok, navnlig fordi den højere Rente indeholder en Fare for Sparekasserne selv og kan føre til, at Renteindtægten faktisk bliver mindre end Renteudgiften og Administrationsomkostningerne. Men et Forsøg paa at nedsætte Landets almindelige Rentefod ved at nedsætte Sparekasserenten vil altid mødes af den Betragtning, at saafremt Sparekasserenten bliver lavere end den Rente, der med lignende Sikkerhed og Bekvemmelighed kan opnaas paa anden Maade, maa Sparekassen nødvendigvis indskrænke sine Udlaan, fordi Midlerne tages ud af den.

Et Middel til at frembringe lav Rentefod, som man fra mange Sider i vore Dage lægger en særlig Vægt paa, er Konvertering af Statsgælden. At en

saadan Konvertering kan fremkalde en varig Nedsættelse af Rentefoden, er en Forestilling, der er ganske stridende imod den Opfattelse af Rentefodens Natur, som nærværende Fremstilling har søgt at gøre gældende. Idet den hverken direkte bidrager til at forøge Samfundets Subsistensfond gennem en forøget Produktion eller indirekte gennem nogen som helst Stimulus for Sparsommeligheden, og heller ikke formindsker Muligheden for Kapitalernes Fastgørelse, skaber den ikke for Fremtiden nogen Anledning til lavere Rente. Statsgældens nominelle Rentefod er jo aldeles ikke nogen Maalestok for den effektive Rente, som man faar ved Køb af Obligationerne. Stiger Rentefoden, efter at en Rentenedsættelse har fundet Sted, giver dette sig simpelthen Udslag i Papirenes synkende Kurs. At en saadan Kursnedgang kan finde Sted endogsaa meget kort efter at en Konvertering er foregaaet, frembyder Rentefodens Historie mange Exempler paa. Man behøver ikke engang at henvise til de i Hovedsagen mislykkede Konverteringer, saasom det danske tre pCt.'s Laan af 1825 eller Frankrigs omtrent samtidige uheldige Konverteringsforsøg, men man kan holde sig til forskellige Konverteringer, der kronedes med Held. 1843 blev de fire pCt.'s preussiske Statsobligationer konverterede til  $3\frac{1}{2}$  pCt. Operationen forløb særdeles heldigt, og de nye Obligationer holdt sig i 1844 over pari. Allerede 1845 vare de under pari, 1847 kun lidt over 90, og fra nu af indtil de i 1868 udgik af Kurslisten, vare de næsten stadigt under 90, ofte meget langt derunder. Kursen paa de ved den store danske Statsgældskonvertering skabte  $3\frac{1}{2}$  pCt.'s Statsobligationer var i 1888 og 1889 over 98, men da

Rentefoden kort Tid derefter viste en midlertidig Tendens til Stigning, sank de selvfølgelig igen, og stod i 1891 og 1892 periodevis under 93. De til  $3\frac{1}{2}$  pCt. konverterede Kreditforeningsobligationer sank i denne Periode til 90 og derunder.

Det er imidlertid umiskendeligt, at en Statsgælds-konvertering rent midlertidigt — i en kortere eller længere Periode — kan udøve en nedsættende Virkning paa Rentefoden ogsaa af endel andre Arter af Kapitalanlæg. For det første maa det psykologiske Moment ikke undervurderes. Selve Konverteringsakten kan hos Kapitalister fremkalde en Følelse af, at nu er der vist Udsigt til, at Renten gaar ned, og at det derfor er bedst at være saa moderat som muligt i sine Fordringer; men dette kan selvfølgelig kun blive ganske midlertidigt. Større Betydning har det, at Konverteringsakten ved den Maade, hvorpaa den iværksættes, kan skabe en ganske vist ogsaa kun midlertidig Kapitalrigelighed i et Land. Denne vilde ikke indtræde, ifald samtlige Statens Kreditorer uden videre gik ind paa Rentenedsættelsen og modtog Obligationer med lavere Rente i Stedet for de gamle. Men den kan f. Ex. komme frem paa følgende Maade: Staten afslutter Kontrakt med udenlandske Banker, som forpligte sig til at indløse den Del af den gamle Statsgæld, der ikke konverteres, og til Gengæld modtage nye Obligationer med den lavere Rente for Beløbet. Saa længe det endnu ikke er lykkedes de udenlandske Kapitalister at faa de nye Obligationer afsatte i Indlandet, er der altsaa paa de tidligere Obligationsejeres Hænder kommet en Kapital, som maa søge anden Anvendelse, og denne Kapital er midlertidigt indkaldt fra Udlandet.

Men det følger af sig selv, at for hver Obligation, som det lykkes de kontraherende Kapitalister at faa afsat i Indlandet, formindskes denne fra Udlandet indkaldte Kapital, og naar hele Transaktionen er endelig afsluttet, er den midlertidige Kapitalrigelighed forbi. Man kan ikke herimod indvende, at det jo kan lykkes at faa Obligationerne endeligt afsatte i Udlandet, thi dette har intet som helst med Konverteringen at gøre. Der er mange Maader, hvorpaa man kan foranledige det udenlandske Marked til at optage et Lands Statsobligationer, og herom er der delvis talt i det foregaaende; men der er paa Forhaand ingen Sandsynlighed for, at det snarere skal beholde dem, naar den nominelle Rentefod er lav, end naar den er høj.

Det behøver næppe at bemærkes, at disse korte Udtalelser om Statsgældskonverteringer kun berøre Spørgsmaalet om den Virkning, de kunne have paa den almindelige Rentefod; derimod give de intet Bidrag til Bedømmelsen af Betimeligheden af i et givet Tilfælde at skride til en Konvertering. Dette maa afhænge af en nøje Prøvelse af den konkrete Situation i det hele taget. Idet Staten beslutter sig, maa den afveje mange Krav overfor hverandre, deriblandt paa den ene Side Skatteydernes og paa den anden Side Kreditorernes, og den maa overveje, hvorvidt Kapitalmarkedet i det givne Øjeblik trænger til et lille Stød i nedadgaaende Retning for at komme ud over et dødt Punkt, eller det snarere trænger til Ro.

---