

Terminshandel og Priser.

Af

E. Meyer.

Under Diskussionen i Nationaløkonomisk Forening om Vareterminshandelen (refereret i Tidsskriftets Decemberhæfte) var det især to Synspunkter, der kom til Orde, nemlig paa den ene Side denne Handelsforms Betydning for Handelsstanden som en Sikring mod visse Konjunkturrisikoer og som Middel til at drage en Handelsplads ind i Verdensmarkedet, og paa den anden Side Faren for ukvalificerede og kapitalsvage Personers Forlokkelse til Deltagelse i Spekulationen.

Hensigten med de følgende Linjer er at tilføje et Par Betragtninger af mere almindelig økonomisk Natur og særlig at undersøge Berettigelsen af nogle af de vigtigste Angreb, der andetsteds er fremkomne mod Kornterminshandelen, navnlig Paastanden om, at den har fremkaldt en kunstig Nedgang i Landbrugsartiklernes Priser.

En Handelsforms nationaløkonomiske Betydning beror paa, i hvor høj Grad den bidrager til at sætte den almindelige Varehandel i Stand til at opfylde sine Opgaver. Disse bestaar først og fremmest i at bringe

Ligevægt mellem Overflod og Mangel paa Varer, dels ved at føre Varerne fra de Steder, hvor de paa Grund af relativ Overflod er billigere, til de Steder, hvor de paa Grund af relativ Mangel er i højere Pris, og dels ved at sørge for, at Varerne opbevares fra det ene Tidspunkt til det andet. Endelig er det Handelens gennem Tiderne skiftende Efterspørgsel og Udbud, der virker regulerende paa Produktion og Forbrug, saaledes at store Prissvingninger, der kan være lige uheldige for Producenter og Forbrugere, undgaas.

Spørgsmaalet bliver derfor, i hvor høj Grad den særlige Art af Risikoforsikring, som Terminshandelen frembyder, og den særlige Art af Spekulationsforretninger, som den kan give Anledning til, letter Opfyldelsen af disse Opgaver.

Naar en Vare er bleven en stor Verdenshandelsartikel, og navnlig naar Varen er af den Art, at dens Produktion eller Størstedelen af den foregaar paa en bestemt Tid af Aaret — saaledes som Tilfældet er med visse store Stapelartikler som Korn, Kaffe og Sukker — kræver baade Konsumens og Produktionens Interesse, at der paa dette Tidspunkt findes Handlende i de forskellige Lande, der kan paatage sig at overtage de store Kvantiteter, der paa en Gang kastes ud i Markedet. For Konsumenterne er det nødvendigt, for at Landet kan sikre sig det Kvantum, som efterhaanden skal forbruges indtil næste Produktionsperiode, og for Producenterne er det nødvendigt, fordi de af flere Grunde ikke kan beholde deres Produkt, indtil det effektive Forbrug efterhaanden aftager det. At de ikke kan gøre det ligger dels i, at det vilde binde en altfor stor Kapital for dem, og dels i, at de vilde udsætte

sig for Risikoen af alle de Konjunktursvingninger, som kunde indtræde i Mellemtiden. Hvis den handlende imidlertid efter Indkøbet skal beholde Varerne, indtil de effektivt gaar over i Forbruget, løber han selv en meget betydelig Risiko i Henseende til Prisforandringer, og naar han ikke kan dække sig mod denne, maa han enten helt undlade at købe, eller han maa sætte Indkøbsprisen saa lavt, at der heri ligger en Sikring mod Følgerne af Prisnedgang. Det vil let ses, at denne lavere Købepris, der er til Skade for Producenterne, ikke medfører nogen tilsvarende Nytte for Forbrugerne. Overfor disse kan den handlende nemlig ikke stille sin Salgspris lavere, fordi det netop er den større Difference mellem Købs- og Salgspris, der skal holde ham skadesløs for Risikoen.

Hvorledes Terminshandelen er i Stand til at befri den handlende for Risikoen og derved sætte ham i Stand til at udføre sin egentlige Opgave som Køber og Sælger, er udførligt udviklet i Hr. Muus's Foredrag. Man hører imidlertid af og til den Indvending, at det samme Formaal kan opnaas ved at der afsluttes effektive Forretninger paa senere Levering — saaledes at f. Ex. den Købmand, der importerer et Parti Korn, strax naar han køber det, sælger det paa Levering til Møllere og andre, der har Brug for Kornet paa et senere Tidspunkt, eller at den, der er nødt til at sælge til fremtidigt Brug, strax sikrer sig senere effektiv Levering paa Produktionsstedet. Hertil er at bemærke, at de effektive Leveringsforretninger kun delvis kan erstatte Terminshandlerne. Skønt dette allerede er berørt i Hr. Muus Foredrag, er det maaske ikke uden Nytte at understrege det lidt stærkere. Naar Omsætningerne

; en Vare har faaet Karakter af Verdenshandel, naar de har antaget overordentlig store Dimensioner, og naar de Varer, der fra alle mulige Lande kommer i Markedet, nødvendigvis maa udvise meget store Kvalitetsforskelligheder, er Leveringsforretningerne ikke længere tilstrækkelige til Formaalets Opnaaelse. Mølleren, som for at dække sit eventuelle Forbrug vil købe Korn paa senere Levering, er ikke sikker paa, at han i det Øjeblik, da det for ham er mest praktisk at købe, netop kan finde en Sælger, der kan levere ham den Kvalitet, som det paa det senere Tidspunkt vil være mest fordelagtigt for ham at formale. Saafremt der eksisterer et Terminsmarked, behøver han ikke at tage Hensyn dertil. Han kan altid finde en Sælger, og af ham køber han uden foreløbig at bekymre sig om Kvaliteten. Naar Leveringstiden nærmer sig, er han frit stillet. I Fald den Vare, der leveres paa Terminsbørsen, passer ham, tager han imod den, men i Fald Forholdet er det — hvad det maaske under de nuværende Handels- og Lagringsforhold for det meste vil være her i Evropa — at han andetsteds paa fordelagtige Betingelser kan faa en Vare, der bedre tilfredsstiller hans Formaal, saa dækker han sig for sin Terminsforpligtelse ved et tilsvarende Salg paa Terminsbørsen og køber den effektive Vare andetsteds. Paa samme Maade gaar det Kornhandleren. Han er ikke vis paa at finde en Møller, der skal bruge den Kvalitet, han sidder inde med. Maaske egner den sig slet ikke til Formaling, men f. Ex. til Foderbrug. Derimod kan han paa den organiserede Terminsbørs finde en Køber, og til ham sælger han. Naar nu Leveringstiden kommer, kan det hænde, at den Vare,

han har, ikke egner sig særlig godt til Levering paa det Terminsmarked, hvor han har solgt. Egner den sig dertil, saa leverer han paa Terminsbørsen, men er det ikke Tilfældet, saa dækker han sig for sit Terminsalg ved et Terminskøb eller afvikler ved Overenskomst (Differenceordning) og leverer den effektive Vare dér, hvor det kan ske med størst Fordel. Det er denne i Børssproget saakaldte Arbitrageforretning, der sætter ham i Stand til at raade Bod paa det Misforhold, der kan opstaa ved, at Terminsbørsen maaske i det Øjeblik, da hans Leveringsforpligtelse indtræder, er overfyldt med Varer, medens der andet Steds er Trang dertil.

Terminsbørsen byder altsaa fremfor den almindelige Leveringsforretning saavel Køber som Sælger den Fordel, at de kan sikre sig en Pris uden derfor at være bundne til Levering og Modtagelse af bestemte Kvaliteter og paa bestemte Steder, og dette betyder for Samfundet som Helhed den Fordel, som ligger i, at de Handlende, samtidig med at de ved Terminsalget dækker sig mod Konjunkturrisikoen, dog beholder den frie Raadighed over Varen, der sætter dem i Stand til at dirigere den derhen, hvor der er mest Trang til den.

Den Kapitalist, der gennem sine Terminsspekulationer og gennem de andre af Hr. Muus omtalte Transaktioner indtræder som Mellemlid mellem dem, der for at dække Konjunkturrisikoen nødes til at sælge og købe paa Termin, optræder i nogle Tilfælde kun som den, der forstrækker de vedkommende med den fornødne Kapital (se navnlig Muus' Foredrag S. 710) dels spekulerer han i kommende Konjunkturer og

lader sig derved lede af sine Beregninger over Markedets fremtidige Forhold. Han køber, naar han mener, at der er Anledning til, at Prisen vil stige, og han sælger, naar han mener, at den vil falde. I Fald hans Beregninger slaar til, har han ved disse Køb og Salg bevirket, at Prissvingningerne bliver mindre voldsomme, at der i Tider, hvor der er Overflod, gemmes til senere Mangel, og at Priserne i Tilfælde af Mangel ikke skrues urimeligt højt op. Naar der er tilsyneladende Overflod paa Korn, men Udsigterne for næste Høst er daarlige, vil Spekulantene købe op. Paa Grund af disse Køb vil Prisen stige, hvilket bevirker, at man omgaas sparsommere med Kornet. Naar saa Høsten virkelig bliver daarlig, er der opsparet Korn, og idet Spekulantene, som har købt paa Termin, maa dække sig ved at sælge, forhindrer han ved dette Udbud Prisen fra at stige saa højt, som den ellers vilde gøre under en daarlig Høst. Omvendt gaar det, hvis Forraadene er knappe, men Spekulantene venter en rigelig Høst. Han sælger da in blanco paa senere Termin og forhindrer derved Prisen fra at stige voldsomt, idet hans Blankosalg giver Køberne Lejlighed til at sikre sig deres Forbrug. Naar saa den store Høst kommer i Markedet, maa han foretage Dækningskøb, hvorved han forhindrer, at Priserne til Skade for Producenterne gaar urimeligt langt ned.

At Spekulantene faar denne gavnlige Indflydelse paa Prisdannelsen er selvfølgelig betinget af, at han spekulerer nogenlunde rigtigt. De Fejlgræb, Spekulationen gør, bliver ikke alene til Skade for den selv, men de paavirker Prisniveauet i uheldig Retning.

Det første Spørgsmaal, vi kan opstille til Op-

klaring af Terminsspekulationens Indflydelse paa Priserne, er da Spørgsmaalet om, hvorvidt Sandsynligheden er for, at Spekulationen vil gaa i den rigtige Retning. A priori lader herom sig i det væsentlige sige, at bortset fra Muligheden for kunstig Paavirkning af Markedstilstanden — hvorom nedenfor — er Spekulantens personlige Interesse, ja i mange Tilfælde hans hele økonomiske Velfærd saa nøje betinget af, at hans Beregninger gaar i den rigtige Retning, at der allerede herved skabes en Art af Sandsynlighed for, at denne Forretningsform ikke vilde blive fortsat igennem Tidene, hvis den ikke gav et tilfredsstillende Resultat. Man har ofte sammenlignet Terminsspekulantens Overtagelse af Konjunkturrisikoen med Assurandørernes Overtagelse af Sørisikoen, og om end denne Sammenligning halter paa nogle Punkter, kan man dog sige, at ligesom Søassuranceforretningen vilde høre op af sig selv, i Fald Assurandørernes Risikoberegninger i Længden viste sig ganske usikre og urigtige og derfor bragte dem Tab, saaledes vilde ogsaa Terminsforretning sygne hen af Mangel paa Deltagere, naar det viste sig, at Konjunkturberegningerne i Længden bragte Tab. Herved tænkes naturligvis ikke paa Smaaspekulanterne, for hvem det hele har Karakter af Spil, men paa de større Kapitalister, for hvem det er en Forretning, og som i Virkeligheden er de eneste, hvis Om sætninger kan have en afgørende Indflydelse paa Prisdannelsen.

Raadspørger man Prisstatistiken, bliver dens Svar paa Grund af de mange forskellige Faktorer, der har Indflydelse paa Prisen, ikke saa afgørende som man kunde ønske. C. J. Fuchs har i sin grundlæggende

Behandling af Spørgsmaalet (»Der Warenterminhandel, seine Technik und volkswirtschaftliche Bedeutung« i Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung etc., 15de Aargang) peget paa den Kendsgerning, at i den Periode, hvor Terminhandelen har blomstret, har Prissvingningerne i Regelen vel været hyppigere, men til Gengæld langt mindre end i tidligere Perioder. »De smaa daglige Fluktuationer træder i Stedet for de store langvarige Konjunkturer«. Heri ligger tilsyneladende et Bevis paa, at Terminhandelen netop har opfyldt sin Mission, men Beviset svækkes væsentligt derved, at der netop i den samme Periode har været andre Faktorer i Virksomhed, som nødvendigvis maatte virke i samme Retning, navnlig den enorme Udvikling af Transport- og Kommunikationsmidlerne, der i langt højere Grad gør det muligt at udligne Mangel og Overflod paa de forskellige Steder paa Jordkloden.

Et interessant Forsøg paa ad statistisk Vej at gaa lige løs paa Opgaven er gjort af Gustav Cohn og fortsat af hans Elev Moritz Kantorowicz. Denne sidstes Beregninger findes i samme Aargang af Schmollers Aarbog som Fuchs' Afhandling. Metoden bestaar i, at man tager Terminsnoteringerne i de Maaneder, hvori der handles livligt paa senere Termin, og sammenholder dem med de Priser, der senere virkelig betales for Varen. Saaledes sammenstilles for en lang Aarrække de Priser, der i September og Oktober noteredes for Korn per April—Maj Terminer med de Priser, der i de paafølgende April og Maj Maaneder betales for effektiv Vare, og Differencen mellem Gennemsnittet af de 2 Prisnoteringer — der betegnes som

Spekulationsfejltagelsen -- sammenholdes for længere Perioder. Som Exempel paa Resultaterne kan fra Handelen i Rug anføres, at

Perioden 1850—60	viser en gennemsnitlig fejltagelse af 13,81 pCt.
-- 1861—70	-- -- -- -- 8,50 --
- 1871—80	- - - - - 6,56 -
-- 1881—90	-- -- -- -- 7,90 --

De andre Kornsorter viser et lignende Resultat, og Bevægelsen i Maximumsfejltagelsen har en lignende Karakter som Gennemsnitsfejlene. Det skulde altsaa heraf fremgaa, at Spekulationen, efterhaanden som Tiden gaar, bliver bedre i Stand til at regne rigtigt. Ogsaa imod denne Statistik kan der rejses Indvendinger, og den er navnlig bleven skarpt kritiseret af en anden Forfatter, Pflieger, der iøvrigt er en varm Forsvarer af Kornterminshandelen (F. J. Pflieger og L. Gschwindt: »Börsenreform in Deutschland« II S. 110 ff.). Pfliegers Indvendinger gaar navnlig ud paa at paapege det urigtige i at anvende Gennemsnitstal og i at nøjes med Prisnoteringerne uden at tage Hensyn til de omsatte Kvantiteter. Endelig viser han, hvorledes Tallene forandres noget, naar man i Stedet for tjaarige tager syvaarige eller femaarige Perioder. Skønt denne sidste Fremgangsmaade bringer Talrækken til at se en Del anderledes ud, har den dog det til Fælles med Cohns og Kantorowicz's Beregninger, at den gennemsnitlige Spekulationsfejl navnlig i Tiden før 1860 bliver adskillig større end i de senere Perioder.

Skal man drage nogen almindelig Slutning af disse Forsøg paa at behandle Spørgsmaalet statistisk, bliver Resultatet vistnok det, at der neppe er givet noget tilstrækkeligt positivt Bevis for, at Terminshandelen paavirker Priserne i den rigtige Retning, men at Tallene

i hvert Fald ikke give ringeste Støtte for en modsat Paastand.

Hvad Muligheden for kunstig Paavirkning af Markedstilstanden angaar, nævnes hyppigst — bortset fra Udbredelsen af falske Rygter og lignende, der nærmest falder ind under den almindelige Straffelov — Iværksættelsen af Corners. Et saadant Corners typiske Forløb vil være omtrent som følger: En Spekulant eller et Konsortium af Spekulanter køber paa Levering meget store Kvantiteter, men opererer med saa stor Forsigtighed, at Modparten ikke aner Uraad, men dristig vedbliver at spekulere à la baisse og sælge paa Levering. Naar Leveringsterminen nærmer sig, søger Baissisterne at købe op for at dække Salgene, men Konsortiet, som sidder inde med Købekontrakterne, vægrer sig ved at sælge. Terminen kommer, og Haussekonsortiet nægter foreløbig at afgøre Sagen ved Differencebetaling, men fordrer effektiv Levering. Da de har købt langt mere end der findes paa Markedet, er Sælgerne i Klemme og maa prøve alle Udveje for at skaffe Varer. Herved stiger Prisen enormt, og Sælgerne maa nu ordne sig ved at betale umaadelige Differencer. Naar Terminen er overstaaet, synker Prisen lige saa voldsomt som den var steget.

Det maa nu af flere Grunde antages, at saadanne Corners hører til Terminsforretningernes Børnesygdomme, der bliver vanskeligere og vanskeligere at sætte i Værk, jo bedre Terminsbetingelserne ordnes. Det er ikke en Tilfældighed, at f. Ex. det store Kaffe-corner i Hamborg i 1888 (se herom bl. a. A. Bayerdörffer »Der Kaffee-Terminhandel i Conrads Jahrbücher f. Nat. oek. u. Stat. 3 Folge 1 Bind, navnlig S. 657 ff.)

indtraf saa kort efter Organisationen af Terminshandelen dér, og at tilsvarende Begivenheder ikke senere har gentaget sig. Det er heller ingen Tilfældighed, at saadanne lokale Corners i Hvede, som man har oplevet i Chicago og paa andre amerikanske Pladser, ikke har haft noget tilsvarende i Evropa. Hovedbetingelserne for, at et Corner lykkes, er, at det Kvantum, som Sælgerne skal levere, ikke paa nogen Maade effektivt kan skaffes til Veje. Kaffecorneret i Hamborg hang sammen med de daværende urimelige Leveringsbetingelser, hvorefter udelukkende »good average Santos« maatte leveres, saa at de tilstedeværende Beholdninger af Rio- og andre Kaffesorter ikke turde benyttes til Afvikling af Terminsforpligtelserne. Naar den Art af Leveringsbetingelser falder bort, kan man vanskeligt tænke sig et Corner i en Verdensartikel, som kan skaffes til Stede fra hele Jordkloden. De lokale Hvedecorners i Amerika beroede paa, at mens der var Hvede nok alle andre Steder, kunde Varen ikke skaffes til Veje netop paa det Sted, hvor den skulde leveres. Sligt lader sig næsten ikke forklare, uden at man forudsætter en ligefrem S sammensværgelse mellem Haussepartiet og Jernbaneselskaber eller Elevatorejere. Naar f. Ex. Jernbaneselskaberne bliver enige med Cornerpartiet om at forsinke Tilførslerne, eller Elevatorejerne i god Tid lejer alle deres Rum ud til Haussisterne, kan Sagen sættes i Værk; men i de fleste europæiske Stater vilde saadanne Manipulationer vistnok være yderst vanskelige (Slgn. H. Schumacher: Die Getreidebörse in den Vereinigten Staaten von Amerika i Conrads Jahrbücher 3 Folge 11 Bind S. 210). Et af de mest effektive Corners, som Verden kender, d. v. s.

et af dem, der i højeste Grad opnaaede den Hensigt at berige den samvittighedsløse Spekulant og at bringe økonomisk Ruin over alle andre Kontrahenter, var Jay Goulds bekendte Guldspekulationer, der kulminerede i den verdenshistoriske black friday i New York i September 1869. Denne Spekulations Historie er betydningsfuld i denne Sammenhæng, fordi Goulds Held berode paa to Omstændigheder, nemlig at Spekulationen foregik i Guld, en Vare, som det under de daværende Forhold var umuligt at skaffe til Veje i synderlig Mængde, og dernæst at det var ham muligt at operere saa hemmelighedsfuldt, at endogsaa de, der troede at være hans nærmeste Venner og Medsammensvorne og at besidde hans fulde Fortrolighed, i Virkeligheden var ganske desorienterede med Hensyn til hans Foretagender. Ingen af disse Forudsætninger kan fuldtud slaa til med Hensyn til en Verdenshandelsartikel paa en vel organiseret Terminsbørs.

Paastanden om, at det er Terminshandelen, der er Skyld i de lave Kornpriser, har — hvor svag dens theoretiske Begrundelse end altid har været — haft en vidtrækkende praktisk Betydning. Den synes først at være fremkommen hos de amerikanske Farmere, der paa Grundlag af denne Opfattelse gentagne Gange uden Held har søgt at faa et Forbud mod Kornterminshandelen — den saakaldte anti-option-bill — ført igennem paa Kongressen, den har udbredt sig til engelske Landbrugskreise, og den er bleven lyst i Kuld og Køn af de tyske Agrarer. Det er i Virkeligheden denne Opfattelse, der har ført til, at man i den nye tyske Børslov har optaget et Forbud mod Terminsforretninger i Korn og Møllefabrikater. Under den

Enquête, der gik forud for Lovens Forelæggelse, var saa godt som alle Sagkyndige — Købmænd, Møllere og Landmænd — enige om, at Kornterminshandelen var uundværlig. I Kommissionens Betænkning og i de forbundne Regeringers Lovforslag var Tanken om Forbud absolut afvist, og da Spørgsmaalet om Forbud kom frem paa Rigsdagen, optraadte Regeringernes Repræsentant meget skarpt mod det, idet han baade hævdede, at den for Tyskland nødvendige Import af Korn ikke kunde foregaa paa regelmæssig Maade uden Terminshandel, og at de tyske Landbrugere ikke vilde være i Stand til at sælge deres Produkter til lønnende Priser, naar Køberne ikke kunde dække sig gennem Terminssalg. Alligevel gik Forbudet igennem, fordi Agrarernes Indflydelse var saa stor, og man frygtede deres Straf ved de kommende Valg. Det nationalliberala Parti lod sin Fører — Bennigsen — afgive en Erklæring, der omtrent gik ud paa, at skønt det ikke var lykkedes Partiet trods al anvendt Umage at danne sig nogen Mening om, hvorvidt Kornterminshandelen var nyttig eller skadelig, vilde man dog stemme for Forbudet. Og de forbundne Regeringer, som var absolut stemte mod Forbudet, accepterede det dog, for at ikke hele Loven skulde strande.

Forbudet synes særligt baseret paa den Opfattelse, at det er Priserne netop i det Land, hvor Terminshandelen eksisterer, der drives nedad til Skade for dette Lands Kornproducenter, saa at man altsaa hjælper paa Priserne f. Ex. i Tyskland ved at hindre Terminshandelen dér. Hvis Opfattelsen ikke var denne, vilde jo det enkelte Land ikke opnaa noget ved at forbyde Terminshandelen, naar den kan trives andre Steder.

Man kan da opstille det Spørgsmaal, om f. Ex. den berlinske Kornterminshandel har trykket de tyske Kornpriser i Forhold til Verdensmarkedets Priser. Dette kan statistisk undersøges, og er bl. a. blevet undersøgt af Conrad (»Die Preisentwicklung im Jahre 1895 und den Vorjahren« i hans Jahrbücher 3 Folge 11 Bind) og af Pflug (»Zur Frage der Getreide-Preisbildung in Deutschland« i Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft 52. Aargang). Disse Undersøgelser viser, at Kornpriserne i Berlin har bevæget sig parallelt med Prisbevægelserne i London og paa andre store Verdenspladser, og at Priserne i Berlin snarere har været højere end lavere end andet Steds og endog højere end Priserne i Frankrig, hvor Korntolden dog er højere end i Tyskland. Endogsaa den Omstændighed, at der paa Terminsbørsen i Berlin faktisk har existeret enkelte uheldige Forretningsbetingelser, som momentant har kunnet begunstige Baissen — f. Ex. Muligheden for at kunne forskrække Markedet ved store »Kündigungen« af ukontraktmæssig Vare eller uden at den paagældende virkelig er i Besiddelse af Vare (Scheinkündigung) — har altsaa i Virkeligheden ikke haft nogen varig Indflydelse paa Prisen.

Anderledes stiller Spørgsmaalet sig, naar det hævdes, at det ikke er det enkelte Lands Priser, men Priserne paa hele Verdensmarkedet, der er ugunstigt paavirkede paa Grund af at der overhovedet existerer Terminsforretninger. Her er det ikke muligt ad statistisk Vej at komme til et bestemt Resultat, fordi Statistiken vel kan sige os, hvorledes Priserne har bevæget sig, og hvilke Faktorer, der har været i Virksomhed, men derimod ikke er i Stand til at give

nogen bestemt numerisk Oplysning om, med hvilken Styrke hver enkelt Faktor har virket. Man er altsaa i højere Grad henvist til almindelige Ræsonnementer over, i hvad Retning Terminshandelen i Følge sin Natur maa virke.

Først maa nu bemærkes, at for saa vidt Terminshandelen i det hele har været en Støtte for den store Verdenshandel, for saa vidt den har gjort det lettere at handle med Korn, at føre det fra de store Produktionssteder, hvor det frembringes med smaa Omkostninger, til de Lande, hvis Produktion ikke er tilstrækkelig til at brødføde dem, har den gjort Kornet billigere i disse Lande — men den har gjort det ganske paa samme Maade som Jernbaner, Dampskibe, Telegrafer osv. Det er aabenbart ikke herpaa Angriberne tænker, navnlig ikke naar Angrebene udgaar fra Amerika. Man tænker ikke paa denne naturlige, men paa en unaturlig Indvirkning paa Priserne. Det, der maaske mest umiddelbart bidrager til at fremkalde en saadan Opfattelse, er den Omstændighed, at man i Termins-markedet har en Mulighed for at spekulere à la baisse, som savnes dér, hvor man kun handler med effektiv Vare. I den tyske Enquêtekommissions Forhandlinger fremhævedes det navnlig af Gamp, at Terminshandelen for Baissespekulanten skaber Muligheden af at udbyde et større Kvantum, end der findes i Markedet. Ja det er naturligvis rigtigt, at der herved gives kapitalkraftige Spekulanter et Middel til i et bestemt Øjeblik at drive Priserne ned — medens der forøvrigt ligesaavel aabnes Haussespekulanter Adgang til ved store Spekulationskøb at drive Priserne i Vejret. Men det er ligesaa givet, at en saadan Manøvre kun kan paavirke Priserne

indenfor et bestemt begrænset Tidsrum. Baissespekulanterne er jo nødsagede til paa et senere Tidspunkt at dække deres Blankosalg, hvad de kun kan gøre ved at købe, hvorved de jo, hvis den lave Pris ikke svarer til det virkelige Forhold mellem Varemængde og Forbrug, atter maa drive Prisen op. Nu klages der jo imidlertid ikke over momentane Prisfald, men over et gennem mere end 15 Aar fortsat lavt Prisniveau — kun afbrudt af Opgangen i Rugpriserne i 1891. som Terminsspekulanterne iøvrigt ogsaa fik Skyld for, idet de af de tyske Agrarer beskyldes for at have lavet en kunstig Hausse for at bevise Nødvendigheden af Handelstraktaterne — men en saadan fortsat Prisnedgang lader sig ikke forklare af den ved Blankosalgene skabte Mulighed for midlertidigt at trykke Prisen.

Den udførligste Begrundelse af Paastanden om Terminshandelen som Aarsag til et permanent Pristryk, særlig for Hveden, findes i en Bog af en tidligere Mægler i Liverpool C. W. Smith: »Commercial Gambling« (London 1893), et Skrift, der som Helhed vistnok kan karakteriseres som det voldsomste Angreb paa Terminshandelen, der er kommet frem paa Tryk, og som er blevet modtaget med stort Bifald i hele den engelske Landbrugspresse.

Smith søger først at hævde, at Aarsagen til Prisnedgangen ikke kan søges i en Forandring i Forholdet mellem Produktion og Forbrug af Hvede. Han støtter sig her særligt paa en Udtalelse af Landbrugsforfatteren W. E. Bear gaaende ud paa at »fra 1880 til 1890 var Tilvæksten i Verdens Hvedeareal mindre end $3\frac{1}{2}$ Mill. Acres, at beregnet til 16 Bushels pr. Acre vilde dette kun frembringe en Forøgelse i det aarlige Høstudbytte

af 56 Millioner Bushels, og at med et saa ringe Forbrug som 4 Bushels aarlig pr. Hoved, vilde dette ikke forsyne mere end 14 Millioner Mennesker; medens i denne Periode de forenede Fristater og Storbritannien og Irland alene forøgede Antallet af Brødspisere med mere end dette Tal.* Imod Bears Beregninger af Hvedearealets Udvidelse er der vistnok intet at indvende, men ganske bortset fra, at de ikke tager Hensyn til Forøgelsen af de andre Kornsorter (f. Ex. Majs og Havre, hvis Tilvæxt i denne Periode er enorm) beviser de ikke noget med Hensyn til Spørgsmaalet. Det maa først bemærkes, at Perioden 1880—90 ikke er heldigt valgt. Dels foregik nemlig den stærke Forøgelse af Hvedearealet, som havde Indflydelse paa de kommende Tidens Hvedeforsyning, i Tiden lige før 1880, og den var saa betydelig, at en Gennemsnitshøst i Perioden 1878—87 — i Følge Jurascheks »Übersichten der Weltwirtschaft«, Aargang 1885—89, S. 167 — var 60 Millioner Hektoliter (165 Millioner Bushels) større end i Perioden 1870—80. Dels taler Smith ganske særligt om de usædvanlig lave Priser paa det Tidspunkt, da han udgav sin Bog, og disse stod under Indflydelse af Forhold, der ligger senere end Aaret 1890, navnlig de ganske kolossale nordamerikanske Hvedehøste i Aarene 1891 og 1892. Disses Betydning fremgaar af følgende Tal, der bl. a. findes i Handelsberetningen for 1895, og som angiver de nordamerikanske Fristaters Hvedehøst. Denne var

i Aaret 1885 357 Millioner Bushels

—	1886	457	—	—
—	1887	456	—	—
—	1888	416	—	—

i Aaret 1889	490	Millioner	Bushels
— 1890	399	—	—
— 1891	612	—	—
— 1892	516	—	—

I Aaret 1891 var den altsaa ikke mindre end 255 Millioner Bushels større end i 1885 og 122 Millioner større end i det iøvrigt usædvanlig gunstige Høstaar 1889. Hertil kommer, at de argentinske Hvedetilførsler netop paa dette Tidspunkt begyndte at gøre sig gældende.

Hovedsagen er imidlertid, at man ikke kan basere noget paa en blot og bar Sammenligning mellem Forbrugernes Antal og den effektivt producerede Mængde. Det er urigtigt at tale om, at en lav Pris er unaturlig, fordi der ikke er nogen effektiv Overproduktion. Dette fortjener at fremhæves, fordi Tankegangen er ret almindelig. Det ses saaledes af Bladene, at man paa den for nogen Tid siden afholdte Landbrugskongres i Budapest har vedtaget en Resolution om, at der ikke er Overproduktion i Korn, en Resolution, hvis Hensigt iøvrigt vistnok var at bevise, at det var Guldmøntfoden, som var Skyld i Prisedgangen. Naturligvis vil der lige saa lidt i Hvede som i nogen anden Vare foregaa en varig Overproduktion i den Forstand, at der vedblivende produceres mere end der forbruges. Naar Produktionen begynder at stige, saaledes at der fremkommer et Prisfald, trækker lidt efter lidt de Producenter, hvis Produktion ikke kan betale sig ved det nye Prisniveau, sig ud af Produktionen, og om det lave Prisniveau vil holde sig, afhænger da af, om de Producenter, hvis Omkostninger er mindre, kan forsyne Markedet tilstrækkeligt. Det er netop denne Bevæg-

else, der er foregaaet paa Kornmarkedet. Hvad der har været karakteristisk for dettes Udvikling siden Halvfjerdserne er — foruden den effektive Forøgelse af Arealet — særlig den Omstændighed, at Produktionens Tyngdepunkt paa Grund af Kommunikationsmidlernes Udvikling har kunnet flyttes fra de Steder, hvor man arbejdede med store Omkostninger (navnlig høje Priser paa Jord) til de Steder, hvor Omkostningerne var langt ringere. Medens Hvedearealet er blevet større i Nordamerika, Argentinien, Indien og Rusland, er det f. Ex. gaaet tilbage i England. Og Prisen vil holdes nede, saa længe der i de oversøiske Lande er uopdyrket, men til Hvededyrkning tjenligt Areal, der ved den mindste Prisstigning vil komme under Ploven. Hvor længe dette Forhold vil vedblive, er vanskeligt at sige, men til Dato har det gjort sin Virkning.

Vender vi os nu til Smiths positive Argumenter for Terminshandelens Betydning, gaar der igennem hele hans Fremstilling et Ræsonnement af følgende Indhold: Naar Terminshandel benyttes ved Salg af Korn fra Amerika til England, udbydes der mindst fire Gange saa meget Korn, som der virkelig høstes. Først sælger Amerikaneren paa Termin, derefter sælger han det virkelige Korn til Englænderen, derefter sælger denne paa Termin, og endelig sælger han Kornet til Konsumenterne. Selv om man ser bort fra de egentlige Baissespekulanter Blankosalg, udbydes der altsaa hvert Aar en Kornmængde, der er fire Gange Høstens Beløb, og dette kolossale Udbud maa nødvendigvis trykke Prisen. Denne Argumentation indeholder noget for den ikke forretningskyndige Betragtning umiddelbart bestikkende, men der behøves kun en kort Over-

vejelse for at se, hvor bundfalsk den i Virkeligheden er. Den abstraherer ganske fra den Omstændighed, at der til hvert af disse Udbud svarer en Efterspørgsel. Naar Amerikaneren har solgt sin effektive Vare, maa han dække sit Terminssalg og altsaa købe paa Termin, og Englænderen maa gøre det samme. Man kunde ligesaa godt sige, at naar en svømmende Kaffeladning paa Vejen fra Brasilien til Evropa 4 Gange skifter Ejer, er der udbudt fire Gange saa meget Kaffe, som der virkelig kommer, og derfor maa den Omstændighed, at Ladningen omsættes i svømmende Tilstand, nødvendigvis bringe Kaffeprisen til at synke. Dette har dog ingen nogensinde paastaet, og i det hele er det ganske mærkeligt, at Terminshandelens prisned-sættende Virkning alene synes at skulle gælde for Korn og ikke f. Ex. for Kaffe, Sukker, Spiritus osv.

Smith synes at have en Følelse af, at hans Hovedargument ikke helt kan staa paa egne Ben, og han søger at styrke det ved nogle Sidebeviser, af hvilke det vigtigste er en Henvisning til den Rolle, som Liverpoolsystemet og det amerikanske Marginsystem spiller i den angloamerikanske Terminshandel, og som har sit tilsvarende paa de kontinentale Terminsbørser, hvor der findes Likvidationskasser, men derimod ikke i den tyske Kornterminshandel, hvor en saadan ikke fandtes. Disse Systemer kræver ved enhver Prisforandring Indbetaling af Dækning for Differencen af den, hvem Prisforandringen gaar imod, for at Medkontrahenten kan være sikker paa, at der ved den endelige Likvidation er Dækning for en eventuel Difference. Smith mener nu — og han er aabenbart her i Overensstemmelse med adskillige Amerikanere, hvis

Opfattelse ogsaa Schumacher delvis tiltræder i den ovenfor nævnte Afhandling — at denne Difference-dækning altid gaar ud over Haussespekulanterne, som paa Grund af, at de ikke er i Stand til at præstere de paakrævede Indbetalinger, tvinges til brat at afvikle deres Engagementer, hvorved Udbudet forøges, og Prisen trykkes yderligere ned. Hertil er at bemærke, at dette Forhold naturligvis til Tider kan indtræde, men naar det skal betragtes som et permanent Forhold, der vedblivende karakteriserer Prisdannelsen og Forretningsafviklingen paa Børsen, forudsætter det i Virkeligheden, at der stadig er helt andre Faktorer i Virksomhed, som foraarsager et permanent Prisfald. Hvis Tvangen til at præstere de fastsatte Indbetalinger til Differencedækning særlig skal genere Haussen og særlig skal tvinge Haussisterne og ikke Baissisterne til at realisere deres Engagementer, maa Prisen først være gaaet ned, og Prisedgangen er altsaa i Virkeligheden Aarsagen til Haussisternes vanskelige Stilling og ikke Følgen deraf. Det er ogsaa ret karakteristisk, at man paa Kornbørsen i Berlin ikke har villet indføre Liverpoolsystemet eller Likvidationskasser, fordi man mente, at Indskudstvangen vilde være i særlig Grad generende for Importørerne — altsaa for Terminssælgerne, en Opfattelse af Systemets Virkning, der altsaa er den engelsk-amerikanske stik modsat.

Imidlertid søger Smith ligesom Schumacher*) en Støtte for Argumentet i den Paastand, at det altid er Terminssælgerne — de egentlige Kornhandlere og

*) eller snarere de amerikanske Praktikere, til hvis Vidnesbyrd Schumacher refererer. Han selv slutter sig kun med noget Forbehold til Opfattelsen.

Baissespekulanterne — der udgør den kapitalkraftige og forretningskyndige Part, og som altsaa dels kan taale en Række Differenceindskud uden at behøve at realisere Engagementet og dels gennem forskellige Manipulationer kan paavirke Priserne, medens Terminskøberne er kapitalfattige og ukyndige. Man henviser til, at de ukyndige outsiders, navnlig de, der spiller i de saakaldte bucket-shops, altid spekulerer à la hausse. Disse bucket-shops er Kontorer, hvis Indehavere ikke er egentlige Børsfolk (de svarer til de saakaldte outside-brokers i den engelske Fondshandel), men som staar i telegrafisk Forbindelse med Børsen, saa at man derfra faar de skiftende Prisnoteringer at vide, og hvor Kundene mødes og afslutter Spekulationsforretninger, der i Virkeligheden kun er rene Væddemaal om Prisen. Særlig anfører Schumacher, at en stor Del af de amerikanske bucket-shops Kunder er Farmere, og at disse af Naturen er Sangvinikere og derfor altid er tilbøjelige til at spekulere i Prisstigning. Paastanden om at Smaaspekulanterne altid er Haussister er ganske vist ikke bevist, men det kan ikke paa Forhaand benægtes, at den for Englands og Amerikas Vedkommende kan være i alt Fald delvis rigtig. For de tilsvarende kontinentale Spekulanter Vedkommende gælder det i alt Fald, at de baade spekulerer à la hausse og à la baisse, eftersom Agenten, Kommissionæren eller hvad han nu iøvrigt hedder, tilraader dem at handle. Hovedsagen er imidlertid, at man tager ganske fejl, naar man tilskriver disse Smaaspekulanter Forhold nogen afgørende Indflydelse paa Bestemmelsen af Priserne. Netop i de amerikanske bucket-shops foregaar Forretningerne som ovenfor antydet ofte paa en saadan Maade, at de

i det væsentligste baade ved deres Indgaaelse og deres Afvikling har Karakteren af indbyrdes Væddemaal om Prisen, som afgøres ved Differencebetalinger mellem Shoppens Kunder indbyrdes eller mellem Kunderne og Ejeren uden i Virkeligheden at indvirke paa Udbud og Efterspørgsel paa Børsen. Fremfor alt overser man, naar man gør Smaaspekulanterne til Hovedrepræsentanter for Terminskøberne. den Omstændighed, at en egentlig Terminsforretning, hvor de, der importerer Varer eller ligger med store Varelagere, altid kan dække sig for deres Risiko gennem Terminssalg, kun kan trives, hvor der til Stadighed findes kapitalkraftige og solide Købere. I Virkeligheden maatte jo ogsaa de med Kapital og Forretningskundskab udrustede Terminsspekulanter være dummere end Børsfolk i Almiedelighed kan antages at være, saafremt de ikke, saa snart Prisen ved et unaturligt Udbud dreves unaturligt ned, optraadte som Købere. Saafremt nemlig Prisen paa Levering til en senere Termin virkelig stod lavere end den, der svarede til det sandsynlige Forhold mellem effektivt Vareforraad og Forbrug, vilde det jo være Køberne, der kunde beherske Markedet, saasnart Leveringstiden indtraadte.