

Et Par Børsbetragtninger.

Af

Prof., Dr. jur. Will. Scharling.

Den, der med nogen Opmærksomhed har fulgt vor Fondsbørs i den senere Tid, vil næppe have kunnet undgaa at undre sig over forskellige af de Fænomener, den frembyder. Det sidste Aar har været et godt Aar for de fleste industrielle og kommercielle Virksomheder, og vi se da ogsaa, at de fleste Aktieforetagender af denne Art have givet ikke blot tilfredsstillende, men endog mere end almindelig godt Udbytte. Men samtidig se vi, at Aktier, der lige have givet 10 à 12 % i Udbytte, umiddelbart derefter noteres under pari, ja endog 5 à 10 % under pari*) — og det uagtet der gennemgaaende paa de afholdte Generalforsamlinger er givet gode Forhaabninger ogsaa for det indeværende Aar. Og rettes Blikket derfra paa Obligationernes Kurs, finde vi, at — omtrent et Aar efter, at en betydelig

*) Idag, d. 4. April, noteres Aktier i Dampskibsselskaberne »Dannebrog« og do. af 1896, der i de tre sidste Aar have givet 10 % Udbytte, til henholdsvis $89\frac{1}{4}$ à $89\frac{1}{2}$ og $87\frac{1}{2}$ à 88: Aktier i Dampskibsselskabet »Urania«, der har givet 12—10—10 %, noteres endog kun til $83\frac{1}{2}$ à $84\frac{1}{2}$.

Et Par Børsbetragtninger.

Af

Prof., Dr. jur. Will. Scharling.

Den, der med nogen Opmærksomhed har fulgt vor Fondsbørs i den senere Tid, vil næppe have kunnet undgaa at undre sig over forskellige af de Fænomener, den frembyder. Det sidste Aar har været et godt Aar for de fleste industrielle og kommercielle Virksomheder, og vi se da ogsaa, at de fleste Aktieforetagender af denne Art have givet ikke blot tilfredsstillende, men endog mere end almindelig godt Udbytte. Men samtidig se vi, at Aktier, der lige have givet 10 à 12 % i Udbytte, umiddelbart derefter noteres under pari, ja endog 5 à 10 % under pari*) — og det uagtet der gennemgaaende paa de afholdte Generalforsamlinger er givet gode Forhaabninger ogsaa for det indeværende Aar. Og rettes Blikket derfra paa Obligationernes Kurs, finde vi, at — omtrent et Aar efter, at en betydelig

*) Idag, d. 4. April, noteres Aktier i Dampskibsselskaberne »Dannebrog« og do. af 1896, der i de tre sidste Aar have givet 10 % Udbytte, til henholdsvis $89\frac{1}{4}$ à $89\frac{1}{2}$ og $87\frac{1}{2}$ à 88: Aktier i Dampskibsselskabet »Urania«, der har givet 12—10—10 %, noteres endog kun til $83\frac{1}{2}$ à $84\frac{1}{2}$.

Del af Statsgælden er bleven konverteret fra $3\frac{1}{2}$ til 3% — staa 4% Obligationer ikke engang i pari og $3\frac{1}{2}\%$ Obligationer saa langt under pari, at man til de Kurser næsten kan opnaa 4% i Rente. Og end ydermere — kun et Aar efter, at nævnte Konvertering har bragt ca. 20 Mill. Kr. i Statsobligationer over paa fremmede Hænder samtidig med, at der yderligere optoges et nyt Laan paa over 10 Mill. Kr., og ganske kort efter at endvidere det nye Kommune-laan igen har bragt en halv Snes Millioner ind i Landet, staar ikke blot Diskontoen paa 5% , men fremmede Valuter ere saa exceptionelt høje, at man skal gaa langt tilbage for at finde Magen: London à vista, som kun undtagelsesvis har oversteget 18,20, noteres nu 18,23 — Paris à vista, som i Aarrækken 1888—95 ikke har oversteget og kun undtagelsesvis naaet 72,30, noteres nu 72,45, og selv Hamburg à vista noteres til den sjældent forekommende Højde af 89,30. Og se vi paa de københavnske Bankers Regnskabsopgørelser, finde vi deres Beholdning af fremmede Valuter med Tillæg af Tilgodehavende hos udenlandske Korrespondenter nede paa ca. $31\frac{1}{2}$ Mill. Kr. imod 60 Mill. Kr. i 1895 og ca. 58,8 Mill. Kr. i Marts 1898. Hvorledes hænger det sammen? Hvor ere alle Millionerne blevne af?

Man vil maaske hertil svare, at Tilstanden jo er en noget lignende paa Udlandets Børser. I Tyskland er Bankdiskontoen $4\frac{1}{2}\%$, i Paris og London 3% — hvad der for disse Pladser nutildags snarest er en høj Diskonto —, og i Christiania og Stockholm nu endog 6% . Og det er bekendt nok, at den tyske Rigsbanks Stilling i Slutningen af forrige Aar

var den svageste, den nogensinde havde været, og at Tilstanden overhovedet var ret betænkelig paa Grund af de store Krav, som de mange nye Aktieforetagender og Udvidelser af den industrielle Virksomhed i det Hele taget stillede til Bankerne. Ganske vist har det vist sig, at Rigsbanken i Begyndelsen af dette Aar ved Hjælp af sin høje Diskonto meget hurtigt har bragt en væsentlig Bedring tilstede: i Løbet af 14 Dage formindskedes dens Diskontering og Udlaan med næsten 290 Mill. M f ., saa at den kunde formindske sin Seddelcirculation med over 180 Mill. M f ., samtidig med, at den forøgede sin Metalbeholdning med næsten 60 Mill. M f ., hvorfor den ogsaa d. 17. Jan. kunde lade Diskontoen gaa ned til 5 % og d. 20. Febr. til $4\frac{1}{2}$ %. Men de sene Beretninger lyde dog fremdeles paa, at Pengemarkedet i Berlin er meget stramt, og at, selv om Rigsbankens Styrelse vil søge at undgaa en yderligere Diskontoforhøjelse, venter den dog ikke nogen lav Diskonto for hele Aaret 1899 (Economist for 25. Marts).

Det skal nu gerne erkendes, at Forholdene paa vor Børs staar i Forbindelse med og have været paavirkede af den økonomiske Udvikling i Europa i det sidste Par Aar. Da den langvarige Stilstand i Forretningslivet for et Par Aar siden begyndte at give Plads for et Opsving og et forøget Liv, som man længe ikke har kendt det, var det naturligt, at dette blev saa meget stærkere, som den foregaaende Tids Ulyst til Paabegyndelse af nye Foretagender havde tilvejebragt en betydelig Kapitalopsamling, der nu stod til Tjeneste og ivrigt tilbød sig til An-

bringelse i de nye Foretagender, som nu i stort Omfang startedes, eller til Udvidelse af de alt bestaaende. I saa Henseende synes altsaa Bevægelsen her i Landet kun at have været et naturligt Udslag af en mere almen-europæisk Bevægelse.

Men deraf følger dog ikke, at den helt og udelukkende fremtræder som et saadant Udslag, og at de Vanskeligheder, hvorunder den nu sukker, ere netop de samme — og ikke videre —, som andetsteds føltes. Det kan i saa Henseende strax bemærkes, at den tyske Rigsbanks Diskontoforhøjelse i November f. A. hurtigt fik et saa stærkt Tag i Forholdene, som foran er nævnt, medens vor Nationalbanks rigtignok lidt lavere Diskontoforhøjelse langt fra har øvet en tilsvarende Virkning i Retning af at bringe Bevægelsen paa ret Køl. Tværtimod viser det sig, at de københavnske Bankers Vexeldiskonteringer og Udlaan (incl. »Diverse Debitorer«) til Trods for Diskontoforhøjelserne i Oktober saa godt som uafbrudt have været i Stigning — og det en ret betydelig Stigning — fra Maaned til Maaned, og en Sammenligning imellem Bankernes Opgørelser for Udgangen af Marts henholdsvis 1898 og 1899 udviser følgende Stigning:

	1898	1899	Forøgelse
Indl. Vexler.....	54,3 Mill. Kr.	67,2 Mill. Kr.	+ 12,9 Mill. Kr.
Udlaan	35,9 —	45,7 —	+ 9,8 —
Kassekredit og			
løb. Regn.	62,9 —	80,8 —	+ 17,9 —
Div. Debitorer ..	37,7 —	37,8 —	+ 0,1 —
tilsammen	190,8 Mill. Kr.	231,5 Mill. Kr.	+ 40,7 Mill. Kr.

En Stigning i de samlede Udlaan paa 40 Mill. Kr. i Løbet af 1 Aar — og det i Forhold til et Beløb

af kun 190 Mill. Kr., altsaa en Forøgelse med over 21 pCt. — er vistnok noget hidtil Enestaaende. Og til at møde dette forøgede Krav have Bankerne kun havt en Forøgelse af Deposita (Folio og Kontokurant, Indlaan og Sparekasseindskud) med — 9,2 Mill. Kr. (fra 183,8 til 193,0 Mill. Kr.) samt den Forøgelse af deres egen Kapital, som har fundet Sted i 1898—99. Det kan da tilvisse ikke undre, at der nu er Knaphed paa Kapital, — saa meget mere, som Bankerne ikke uden Tab kunne realisere nogen større Del af den Reserve, som de have i Obligationer og Fonds, hvilken Konto derfor ogsaa til Trods for de store Krav, der have været stillede til Bankerne, befinder sig omtrent paa samme Punkt som for et Aar siden.

Det maa derhos bemærkes, at selv om der fremdeles meldes om et stramt Pengemarked ogsaa i Tyskland, forlyder der dog Intet om en saadan Déroute paa dets Fondsbørser som dem, vi i denne Tid have været Vidne til her hjemme. Og endelig maa det vel erindres, at der baade i London og Berlin gør sig en Faktor gældende, der bereder særlige Vanskeligheder, og som vi ikke paa samme Maade kende her hjemme — nemlig de Angreb, som jævnlig rettes paa deres Bankers Guldbeholdninger, særlig fra Amerika, men ogsaa andetsteds fra, idet Bank of England og den tyske Rigsbank omtrent ere de eneste, hvor der findes en større Guldbeholdning til fri Disposition.

Der er derfor ikke Grund til her at komme nærmere ind paa de almen-europæiske Forhold; de følgende Bemærkninger knytte sig til vore særlige Forhold. Tidsskriftets Læsere ville maaske erindre, at

jeg for omtr. $1\frac{1}{2}$ Aar siden — i August 1897 — offentliggjorde en lille Artikel om »Vor økonomiske Situation«, som senere var Genstand for en Forhandling i Nationaløkonomisk Forening (Tidsskriftet for 1897, S. 586—601). Den noget pessimistiske Opfattelse, som laa til Grund for hin Artikel, fandt der endel Modsigelse, idet man gennemgaaende var tilbøjelig til at se lysere paa Forholdene og finde Udviklingen sund og god. Hvad der efter den Tid er passeret, har imidlertid ikke bragt mig til at fravige min Opfattelse, snarere yderligere bekræftet den. Med Kurser som de forannævnte, og naar tilmed Udbudet af 6—8000 Kr. i et Papir er i Stand til at trykke dettes Kurs 1 à 2 $\frac{0}{100}$, — idag d. 4. April er selv Nationalbankens Aktier blot ved et Udbud af 10,000 Kroners Beløb trykket $1\frac{1}{2}$ $\frac{0}{100}$ ned —, kan Tilstanden paa Fondsbørsen næppe kaldes fuldt ud sund. Og spørges der, hvad der fejler den, er Svaret let nok: disponibel Kapital, som Besidderne ere villige til at anbringe i de Fonds og Aktier, der udbydes.

Grundene hertil hænge nøje sammen med de Forhold, der vare Genstand for mine tidligere Undersøgelser. Det vil maaske erindres, at et Hovedpunkt i denne var Konstateringen af følgende Fakta: I de syv Aar 1884—91 oversteg Indførselens Værdi Udførselen med i Alt ca. 550 Mill. Kr.; i samme Tidsrum var det godtgjort, at vi havde afsat Værdipapirer til Udlandet til et Beløb af 120 à 125 Mill. Kr., og det maatte derefter betragtes som givet, at vi i disse syv Aar højst havde kunnet ved Handels- og Fragtfortjeneste m. m. dække et Indførselsoverskud af ca.

430 Mill. Kr. eller i aarligt Gennemsnit lidt over 60 Mill. Kr. aarligt. Desuagtet havde vort Indførselsoverskud i de sex Aar 1891—96 udgjort ca. 525 Mill. Kr., og vi havde da atter i disse Aar — særlig ved Hjælp af Konverteringen af 1894 — overført et Beløb af ca. 80 Mill. Kr. af Statsgælden paa fremmede Hænder samtidig med, at betydelige Poster af Kreditforenings- og andre Obligationer vare solgte til Udlandet.

Det var denne Udvikling, som jeg ikke ansaa for heldig og navnlig for umulig at vedblive med. »Det Faktum maatte synes at være fastslaaet, at vi kun have kunnet betale vor Indførsel ved at gøre Gæld og ved at forbruge af vor opsparede Kapital. Selv om det virkelig var Kapitalgenstande, som vi indførte, og hvormed vi altsaa ombyttede vor bestaaende Kapital eller for hvis Skyld vi gjorde Gæld, blev jo Spørgsmaalet, om den Anbringelse, vi gav den indførte Kapital, var saa god, at Udbyttet deraf svarede til det tidligere og til den Forrentning af Gælden, som vi jo fremtidig maatte erlægge«. Og dette var formentlig tvivlsomt.

Fra modsat Side nærede man ikke en saadan Tvivl, men var forøvrigt enig i, at Hovedspørgsmaalet ved Bedømmelsen af den stedfundne Bevægelse var dette: »Ere de fra Udlandet modtagne Værdier anvendte paa en saadan Maade, at man kan gøre sig Haab om et Udbytte, hvormed man kan forrente Laanet og endda faa Overskud?«

Medens det næppe tør siges, at den siden da forløbne Tid har givet noget afgørende Svar paa dette Spørgsmaal, maa det vistnok erkendes, at den

snarest har bestyrket den fra min Side rejste Tvivl, for saa vidt som den baade paa den ene og den anden Maade har forøget vor Gæld til Udlandet. Efter den berørte Diskussion fandt den sidste Konvertering ifølge Lov af 27. Novbr. 1897 Sted. Resultatet deraf er fremstillet i dette Tidsskrifts Aargang 1898 S. 321—28 og kan kortelig siges at være dette: Medens af de 59 Mill. Kr. amortisable $3\frac{1}{2}\%$ Obligationer, som skulde konverteres eller indfries ved det nye Laan, de $40\frac{1}{2}$ Mill. Kr. allerede befandt sig paa udenlandske Hænder, gik nu ogsaa Restbeløbet med Undtagelse af omtr. 1 Mill. Kr. over paa disse, og derhos forøgedes ved Statsgæld med ca. 13 Mill. Kr., hvoraf ca. $10\frac{1}{2}$ Mill. Kr. indbetaltes til Anvendelse til Jernbaneanlæg. I Alt var det altsaa nominelt ca. 30 Mill. Kr., hvormed det paa udenlandske Hænder værende Beløb af danske Statsobligationer forøgedes, medens det reelt indbragte Landet et Beløb af ca. 28 Mill. Kr.

At der herved atter er vundet Midler til at klare den Underbalance, som vor Ind- og Udførselskonto stadig udviser i vor Disfaveur, er utvivlsomt, og at det ikke har været tilstrækkeligt til at dække den, turde efter de foran anførte Data fra vor Fondsbørs være lige saa utvivlsomt. Og dette kan da heller ikke undre. Thi ganske vist udviste nævnte Konto for 1897 en noget mindre Differens end for 1896, nemlig ca. 89 Mill. Kr. imod 100 Mill.; men selv hint Tal var efter det foran Anførte vistnok ikke saa lidt mere, end vi kunde dække med vore øvrige Indtægtskrav fra Udlandet. Og i 1898 er Forskellen endog gaaet op til — 132 Mill. Kr. Til-

sammen bliver det altsaa for de to Aar 1897—98 en Differens af over 220 Mill. Kr., af hvilken vi vel ved hine Indtægtskonti næppe have kunnet dække mere end ca. 160 Mill. Kr., hvad der er omtr. 25 % af Udførselsværdien. Men selv om vi anslaaer dette Beløb endnu en halv Snes Millioner højere, vil det let ses, at de ved Konverteringen og det nye Laan vundne 28 Mill. Kr. have været ganske utilstrækkelige til at dække det Manglende. At vore Bankers Tilgodehavende i Udlandet gaar ned og at vor Fondsbørs er trykket, kan saaledes næppe undre.

Thi hvad det skorter paa, er disponibel Kapital. Og dette skyldes netop for en væsenlig Del den Omstændighed, at de fortsatte Konverteringer og den derved fremtvungne lave Rentefod paa en Tid, da der netop trængtes til en højere Rentefod for at opmuntre til Opsamling af disponibel Kapital, har tilskyndet til i Stedet at forbruge Kapital til Overmaal i nye Foretagender, som skulde give Folk det Udbytte, de ikke mere kunde faa ved en rolig Anbringelse i vore egne Obligationer. Man kan gerne prise den Energi og Foretagsomhed, hvormed man her i Landet i de sidste Aar har oparbejdet Skibsrhederiet og udvidet alle vore Dampskibslinier for at benytte de usædvanligt gunstige Konjunkturer, og dog mene, at lidt større Forsigtighed herved ikke havde været af Vejen. Der er saaledes i 1898 en Merindførsel af Skibe og Fartøjer til en Værdi af næsten 12 Mill. Kr., hvad der har bidraget ikke lidt til at bringe Underbalancen paa vor Ud- og Indførselskonto i Vejret. Men den trykkede Kurs, hvori Dampskibsaktier til Trods for det gode Aar og det høje Aktieudbytte staa, synes at vidne om, at en

stor Del af disse Nyanskaffelser i Virkeligheden først sukcessive skulle betales ved det Udbytte, der efterhaanden indvindes. Dette kan gaa godt, dersom der uafbrudt kommer en Række gode Skibsfartsaar, og i saa Fald kan Spekulationen have været lige saa god som dristig. Men skulde Forholdene forandre sig, Fragterne blive ringere — og dette bliver jo stundom Følgen netop af et stærkt Opsving i Skibsbyggeriet —, saa vil det maaske vise sig mindre let, at skaffe den paadragne Gæld ud af Verden.

Noget lignende gælder om adskillige af de industrielle Aktieforetagender og ikke mindst om de mange Byggeforetagender. Det er vel næppe heller alle disse, der ere gennemførte med forud opsparet Kapital; en Del er vel nok foretagne mer eller mindre paa Kredit i Forventning om det gode Udbytte, de stærkt stigende Lejeindtægter ville give. Men dersom denne Forventning om en bestemt paaregnet Lejeindtægt ikke slaar til, saa kan det for mange af dem blive vanskeligt nok at klare sig.

Det er slet ikke Meningen at ville profetere noget Saadant, det er meget muligt, at Alt vedblivende vil gaa godt; men at der ogsaa er Mulighed for det Modsatte og en dermed følgende Risiko, lader sig vel næppe bestride. Foreløbig har imidlertid alt dette paaført vor Fondsbørs et større Materiale, end den har kunnet fordøje, — og Følgerne deraf er det, som nu vise sig. Og at de fra en vis Side saa stærkt paakaldte — for ikke at sige fremtvungne — Konverteringer bære en væsentlig Del af Skylden herfor, fordi de ere gennemførte paa en Tid, da de ikke vare naturligt grundede i For-

holdene hertillands, men udelukkende baserede paa exceptionelt gunstige Forhold andetsteds, lader sig ogsaa vanskeligt bestride.

Derfor have de heller ikke været til ublandet Velsignelse for selve dem, hvem de nærmest skulde være til Gavn. Ogsaa Kreditforeningerne, for hvis Skyld Konverteringerne særlig søgtes gennemført, have nu følt Svien deraf. Deres Obligationer ere tvært imod Forventning dalede saa stærkt i Kurs, at de endog ere blevne nødsagede til paany at udstede 4 % Obligationer — og det endog før den Tid, indtil hvilken de havde forpligtet sig til ikke at udstede saadanne. Man havde ventet, at de danske Kapitalister, der paa Grund af Konverteringen skilte sig ved deres Statsobligationer, i Stedet skulde købe Kreditforeningsobligationer og dermed styrke disses Kurs. Jeg tillod mig ved første Behandling af Konverteringsloven i Rigsdagen at paavise, at dette næppe vilde blive Tilfældet. »Der er al Grund til at antage«, udtalte jeg, »at en Del af den danske Kapital, som altsaa frigøres derved, at Indehaverne sælge deres Papirer, saa at disse gaar over paa udenlandske Hænder, vil til Gengæld blive bunden i udenlandske Papirer; thi naar de Paagældende nødsages til at skille sig ved deres Papirer, fordi de ikke kunne taale denne Nedgang i Renteindtægt fra $3\frac{1}{2}$ til 3 %, er det vistnok tvivlsomt, om de, naar de skulle til at gøre Forandring, ville købe $3\frac{1}{2}$ % Kreditforeningsobligationer, om hvilke de maa sige sig selv, at de om kortere eller længere Tid ville søges konverterede, saa de igen skulle gøre Forandring. Jeg antager, at de Fleste ville sige: Skulle

vi gaa til den Ulejlighed og den Udgift at sælge for at købe paa Ny, ville vi købe Papirer, som give større Fordele. Man vil gaa til udenlandske Papirer . . . Dernæst anser jeg det for ret sandsynligt, at den større Kapitalrigdom, der kommer tilstede, vil blive benyttet til Stiftelse af nye Aktieselskaber, af hvilke dog adskillige ikke ere saa naturligt grundede i Forholdenes Natur, at man kan betragte det som en virkelig Berigelse for Samfundet . . . Gør man disse Fradrag, som jeg tror, man maa gøre, fra det Beløb af fremmed Kapital, der overhovedet kan være Tale om at bringe ind paa Markedet, vil det blive saaledes reduceret, at hele Virkningen af den forestaaende Operation ganske sikkert vil blive den, at man med stor Lethed kommer over December Termin. Om den vil vise sin Virkning endnu i Juni Termin, er maaske lidt mere tvivlsomt.

Begivenhederne have mere end ønskeligt givet mig Ret i disse advarende Ord. Konverteringen bragte gennemgaaende en lille Bedring i Kreditforeningsobligationernes Kurs i December Termin: Østifternes 6te Serie, som i Oktober 1897 stod i 93, gik i December op til $94\frac{3}{4}$, og naaede i Marts 96, men i Juli vare de allerede gaaede tilbage til $93\frac{3}{4}$, i Oktober 1898 stode de i $91\frac{3}{4}$ og nu idag (4. April) noteres de 89 à 90.

At Kreditforeningerne under disse Omstændigheder have fundet det rettest paany at udstede 4 % Obligationer, er forklarligt, og at de kun højst ugerne ere gaaede hertil, er forstaaeligt. Men oprigtig talt — der er Noget af en Nemesis heri, og det er vel endog et Spørgsmaal, om det nu vil lykkes at naa

pari-Kurs selv for 4 % Obligationer. Thi Kreditforeningerne have selv ved deres Konverteringer nedbrudt Tilliden til, at dette var et roligt og sikkert Papir, hvori man trygt kunde anbringe en mindre Kapital, af hvilken det gjaldt om at kunne paaregne at faa en bestemt sikker Rente. Naar en Familieforsørger saaledes havde naaet at kunne samle en Kapital af t. Ex. 20,000 Kr. sammen til sin efterladte Enke eller Datter og dermed ment at have sikret den Paagældende en Aarsindtægt af 800 Kr., er det for denne en overmaade følelig Skuffelse at miste $\frac{1}{8}$ heraf og nu at skulle leve af 700 Kr. Jeg meddelte under Konverteringslovens Behandling et anonymt Brev, jeg havde faaet tilsendt ude i Thinget, og hvori Vedkommende skrev: »Jeg er Rentenyder af noget under 400 Kr. om Aaret. Kun med streng Nøjsomhed og Økonomi kan jeg hjælpe mig dermed. Selv den mindste Nedsættelse vækker Bekymring hos mig og Alle, der ere stillede saaledes«. Det er disse smaa Kapitalister, som Konverteringerne have skræmmet bort fra Kreditforeningsobligationerne, — og det er dem, som nu savnes, da det gælder om at holde deres Kurs oppe. Den dertil fornødne Efterspørgsel mangler.

Thi det maa erindres, hvad jeg oftere har gjort opmærksom paa, saaledes ogsaa ved den foran nævnte Behandling af Konverteringsloven, at »Kreditorerne, Kapitalisterne her i Landet, ere ikke store Matadorer, men overvejende Smaafolk. Dette oplystes i sin Tid af Justitsministeren ogsaa for de Kapitalers Vedkommende, som indestod i Overformyndet, at det gennemgaaende er smaa Kapitaler,

og se vi paa Kapitalforholdene i det Store og Hele, hvilken Rolle spiller da ikke Sparekassernes flere hundrede Millioner? Det er overvejende Smaafolks Kapitaler. Det forholder sig paa samme Maade med Markedet paa Kreditforeningsobligationer. For en ikke ringe Del er det Smaakapitalister, som paa den Maade søge at gøre nogle faa hundrede Kroner frugtbringende«.

Det er den store Fejl, som Kreditforeningerne have begaaet, at de altfor udelukkende have set paa Debitorernes Interesse. Istedendfor at have Øje for, at Kreditforeningernes store Betydning netop ligger deri, at de forene Kapitalisternes og Laantagernes Interesser, og istedenfor at betragte alle disse smaa Kapitalister, som ad denne Vej søge at anbringe deres Sparepenge i Prioritetslaan, som deres Allierede, have de ensidigt betragtet »Kapitalisterne« som Modstandere, som det gælder om at tage Magten fra — og det uagtet Debitorerne selv ere Kapitalister, som kun have deres Kapital i en anden Form: Landejendomsbesiddere, store Husejere i København, Fabrikanter osv., tildels langt større Kapitalister end mange af de Smaafolk, der ere Kreditforeningernes Kreditorer. Der er, saa vidt vides, kun en enkelt Kreditforening, hvis Statuter give Kreditorerne en beskeden Indflydelse paa de Beslutninger, som tages, ellers ere Debitorerne eneraadende. Det er Debitorerne, som ensidigt have besluttet at gennemføre Konverteringerne uden i mindste Maade at tage Hensyn til, at disse i Virkeligheden vare et Brud paa de stiltiende Forudsætninger, hvorpaa disse Laaneforhold maatte siges at være byggede. Thi

naar den ene Part — Kreditor — fraskriver sig al Ret til at kræve en højere Rente, hvor meget end Rentefoden gaar op i den Tid, da Laanet bestaar, saa sker det ganske sikkert i den Forventning, at den anden Part for sit Vedkommende ogsaa bliver staaende ved denne Rentefod, saa længe den dog er det Centrum, hvorum Renten svinger, og ikke benytter den første gunstige Vind, der rent forbigaaende blæser Renten lidt ned, til at frigøre sig for sine Forpligtelser.

Men idet Kreditforeningerne saaledes have undladt at tage det Hensyn overfor Kreditorerne, som de i Virkeligheden skyldte deres egne Interesser, have de tillige glemt at se paa de fremtidige Interessenters Tarv. For dem, der fik Renten af deres alt stiftede Gæld nedsat med $\frac{1}{2}\%$, var det naturligvis en Lettelse; men for dem, som først skulde til at optage Laan, har Fordelen ved at faa Laanet bevilget i $3\frac{1}{2}\%$ Obligationer ved de dalende Kurser ikke blot været væsentlig mindre, men den har tilsidst vendt sig til direkte Tab. Og naar man derfor nu igen har maattet ty til at udstede 4% Obligationer, er det et Spørgsmaal, om der fremdeles er den samme Villighed til at købe disse Papirer, som der tidligere har været, eller om ikke en Del af dem, der tidligere trofast meldte sig som Købere af dem, have vendt sig bort fra dette Marked. I saa Fald turde Konverteringen vise sig at have været en temmelig kostbar Forretning for Kreditforeningerne.

— Endnu en Betragtning paatrænger sig. Vort finansielle Mellemværende med Udlandet har i

de sidste 27, men navnlig i de sidste femten, Aar forandret sig stærkt til vor Ugunst.

Efter de af Moritz Levy og Prof. Falbe-Hansen i sin Tid foretagne Undersøgelser var det Beløb af danske Statsobligationer, som befandt sig paa udenlandske Hænder, i 1872 kun omtrent 24 Mill. Kr., hvilket Beløb derhos i Tidsrummet 1872—84 formindskedes med ca. 9 Mill. Kr., saa at altsaa i 1884 omtrent 15 Mill. Kr. i danske Statsobligationer befandt sig paa udenlandske Hænder. I 1891 var dette Beløb allerede voxet til 45 à 50 Mill. Kr., — og nu kan det anslaaes til (rundt) ca. 150 Mill. Kr. (31. Marts 1898 udgjorde vor 3 % udenlandske Gæld over 138 Mill. Kr., der saa godt som helt befandt sig paa Udlandets Hænder, og af de ca. 60 Mill. Kr. i indenlandske 4 og $3\frac{1}{2}$ % Obligationer befandt sig vistnok omtrent en Snes Millioner ligeledes i Udlandet).

Af andre danske Værdipapirer (Bank- og Telegrafaktier, Kommune- og Kreditforeningsobligationer) fandtes i 1872 ca. 6 Mill. Kr., i 1884 ca. 40 Mill. Kr., men i 1891 mindst 60 Mill. Kr. i Udlandet; hvor meget Beløbet er bleven forøget siden da, vides ikke; men at det er bleven forøget, derom er der ingen Tvivl — snarest er det vel endog forøget ret betydeligt, idet jo baade det forenede Dampskibsselskabs nye Aktier og det nye Kommunelaan ere anbragte i Udlandet.

Alt i Alt gør man sig næppe skyldig i Overdrivelse, naar man regner, at der af danske Værdipapirer er udvandret til Udlandet

i Tidsrummet	1872—84	ca.	20 à 30	Mill. Kr.
-	—	1884—91	- 70 à 80	—
-	—	1891—99	- 120 à 130	—

Det kunde nu synes, som om en ikke ringe Del af dette Beløb var bleven erstattet med udenlandske Værdipapirer, som ere gaaede over paa danske Hænder, idet der ifølge den erlagte Stempelafgift i Aarene 1891—98 maa være indgaaet et Beløb (nominelt) af disse af omtr. 50 Mill. Kr. Men der er vistnok al Grund til at tro, dels at en ikke ringe Del heraf kun er en Ombytning imod tidligere indgaaede Papirer, som ere udtrukne eller opsagte til Indfrielse, dels at der ved Siden af de virkelig stedfundne Køb har fundet betydelige Realisationer Sted. Thi efter Vexelereres Udsagn, som har særligt Kendskab til disse Forhold, er det Beløb af fremmede Kupons, som i de sidste Aar ere indleverede til Betaling, betydeligt mindre, end det tidligere har været.

Forholdet har derfor udviklet sig saaledes, at medens der i 1872 var et Overskud af over 150 Mill. Kr. af fremmede Papirer paa danske Hænder mere end af danske Papirer paa fremmede Hænder, var der allerede i 1891 kun omtrent Balance imellem disse Beløb — og nu er det ganske utvivlsomt Danmark, som er Udlandets Skyldner for et ikke ganske ringe Beløb. Medens derfor det finansielle Mellemværende i 70'erne gav et Overskud af 6 à 7 Mill. Kr. til Hjælp ved Dækning af Indførselsoverskudet af Varer, og der i 1891 — da de udenlandske Papirer, som findes her, gennemgaaende give højere Rente end de danske — endnu var et lille Overskud af $\frac{1}{3}$ Mill. Kr., maa Danmark nu, foruden at dække sit Indførselsoverskud, desforuden dække ogsaa et finansielt Underskud, idet alene Forrentningen af den udenlandske Statsgæld samt af den Del af den indenlandske, der findes paa frem-

mede Hænder, nu aarligt vil kræve 4 à 5 Mill. Kr. aarlig, hvortil kommer Rente af Kommune- og Kreditforeningsobligationer samt Udbytte af Aktier paa fremmede Hænder, og det er meget tvivlsomt, om der fremdeles, som i 1891, kan paaregnes at indgaa ca. $4\frac{1}{2}$ Mill. Kr. i Rente af udenlandske Papirer.

Det vil derfor forstaas, at dette finansielle Hjælpemiddel: Udførsel af danske Værdipapirer til Udlandet, har en Tendens til at udvikle sig paa en lignende Maade som det i tidligere Tid yndede finansielle Hjælpemiddel: Udstedelse af Papirspenge. Jo flere Papirspenge der udstedtes, desto større Beløb maatte der stadig til for til den synkende Kurs at skaffe det samme reelle Beløb tilveje. Og jo flere Værdipapirer der gaar ud af Landet, desto flere maa der følge efter blot for at dække det stadigt voxende Beløb af Renter. De foran meddelte Tal for de tre Tidsrum i Perioden 1872—99 ere derfor ganske oplysende med Hensyn til den Væxt, som Udførselen af Værdipapirer kan antages at ville faa, dersom der ikke tages Reb i Sejlene overfor Vareindførselen.

Der er saa meget mere Grund til at vente en saadan yderligere Væxt, som det jo fra forskellige Sider anses for at være en særlig Opgave for Staten at hjælpe til at faa den størst mulige Mængde Værdipapirer ført over paa udenlandske Hænder. Efter at det er lykkedes til Fuldkommenhed med Statsobligationerne, hvoraf nu næppe mere end omtr. $\frac{1}{6}$ befinde sig paa danske Hænder, arbejder man paa ved Statens Hjælp at faa Kreditforeningsobligationerne gjorte »exportfahige«. Med andre Ord: man vil anvende selve det

Forhold, der har medvirket til at fremkalde Øjeblikkets Vanskeligheder, som Middel herimod.

Havde man af alt det Passerede draget den Lære, at man ikke altfor raskt skal gribe ind med Flertalsmagtens stærke Haand i de økonomiske Forhold til ensidig Begunstigelse af en enkelt Part, men at man helst maa overlade dem til deres egen naturlige og rolige Udvikling og ikke foregribe dennes Gang med Magtsprog, — saa havde det dog ikke været helt uden Nytte. I saa Fald er der vel ogsaa Grund til at haabe og vente, at de øjeblikkelig lidet heldige Tilstande temmelig snart vil kunne rette sig og Udviklingen igen blive mere normal.

4. April 1899.
