

Pengemarkedet ved Aarsskiftet.

Af

Emil Meyer.

Den 11. Oktober 1906 forhøjede Nationalbanken sin Diskonto fra 5 til 6 Procent. Det er syv Aar siden, at en saa høj Sats har været noteret, og dens usædvanlige Højde fremgaar yderligere af, at da Diskontoen forrige Gang (i Tidsrummet fra 4. Oktober 1899 til 31. Januar 1900) noteredes 6 Procent, var det 22 Aar siden den sidst havde været saa højt oppe. Forhøjelsen i Oktober er da et Tegn paa, at Pengeforholdene er ualmindelig knappe, og naar man ser paa de Symptomer, som talmæssigt giver det klareste Billede af Markedets Tilstand, nemlig Bankernes Balancer, bliver Indtrykket af Knaphed tilfulde bekræftet.

Nationalbankens egen Balance er i Aaret 1906 undergaaet saadanne Forandringer, at det er let forklarligt, at Banken har maattet gaa til en Diskontosats af en for vore Forhold ualmindelig Højde. Medens Seddelemmissionen, der i Forvejen var meget stor, i Aarets Løb er vokset med 4 Millioner (fra 129 til 133 Millioner) og Metalfonden selvfølgelig har maattet forøges med et tilsvarende Beløb, har denne Forøgelse

kun kunnet finde Sted ved en Formindskelse af Bankens disponible Reserver, Obligationsbeholdningen og de udenlandske Tilgodehavender. Navnlig Nedgangen i de sidste har været særdeles følelig, og Nationalbankens Beholdning af Veksler paa Udlandet og Tilgodehavende hos udenlandske Korrespondenter var ved Aarets Udgang sunket ned til et Beløb af omtrent 5 Millioner Kroner. Naar man betænker, at det er disse Aktiver, som skal danne Hovedgrundlaget for eventuelle nødvendige Forøgelse af Metalfonden, er det klart, at en saa stærk Nedgang kan gøre ekstraordinære Foranstaltninger nødvendige. Derimod er Veksler paa Indlandet steget fra $31\frac{1}{2}$ til $35\frac{1}{2}$ Million og Laan mod haandfaaet Pant fra $13\frac{3}{4}$ til $14\frac{1}{2}$ Million. Den talmæssige Forøgelse kan synes ikke at være saa urimelig stor; men det maa erindres, at Tallene allerede ved Aarets Begyndelse var ganske usædvanlig høje, saa at enhver yderligere Forøgelse faar Betydning.

En Bevægelse af lignende Art — kun af betydeligt større Omfang — vil man faa Blik for, naar man i Stedet for at se paa Nationalbanken alene, betragter Forholdene i hele den københavnske Bankverden. I de nylig udkomne »Børstabeller« af Green og Stein gøres der Rede for den samlede Status for 13 københavnske Banker i Aarets forskellige Maaneder. Man vil deraf se, at disse Bankers indenlandske Engagementer i Aarets Løb er forøget med 165 Millioner eller omtrent 30 pCt., medens deres Beholdning af Veksler paa Udlandet og Tilgodehavende hos udenlandske Korrespondenter er gaaet 25 Millioner Kroner ned. Hertil kommer, at den samlede Engagementsforøgelse ingenlunde er bleven dækket ved en tilsvarende

ende Vækst i Indskuddenes Beløb. Folio, Indlaan og Konto Kurant er tilsammen steget med c. 66 Millioner Kroner, medens Sparekasseindskuddene er uforandrede. Derimod er »diverse Kreditorer« — hvoraf sikkert en ikke ringe Del repræsenterer Gæld til Udlandet (formodentlig navnlig til Frankrig) — forøget med 31 Millioner Kroner, og Resten af Engagementsforøgelsen er — foruden ved Inddragning af udenlandske Tilgodehavender — dækket ved Forhøjelse af Bankernes egen Aktiekapital. Denne er i Aarets Løb forhøjet fra 147 til 186½ Million. Hertil kommer en Forøgelse af Reservefondene med c. 5 Millioner, som i væsentlig Grad er Resultatet af Overprisen paa de nye Aktier.

Hvad der gælder om Banker — baade med og uden Sparekasseindskud og Kontrabøger — gælder ogsaa om de egentlige Sparekasser. Ogsaa disses Status tyder paa, at Tilbudet af disponible Kapitaler ikke har holdt Skridt med Efterspørgselen. Sparekassernes Stilling er i Aarets Løb bleven vanskeligere, fordi Indskuddene er gaaet ned eller i hvert Fald ikke er blevet forøgede. I Sparekassen for København og Omegn indestod ved Aarets Begyndelse lidt over 91 Millioner og ved dets Udgang lidt over 84 Millioner. Overfor denne Nedgang paa 7 Millioner staar ikke nogen tilsvarende Forøgelse hos de tre andre Kasser, der ligesom Sparekassen for København og Omegn offentliggør maanedlige Beretninger. Bikubens Indskudssum er forøget fra 60,3 til 60,8 Millioner, Arbejderbankens fra 21,6 til 21,8 og Haandværkerbankens fra 12,1 til 13,6, ialt kun 2¼ Million.

Spørger man om Aarsagerne til disse Fænomener, falder det io først i Øjnene, at det ikke drejer sig om

noget for Danmark særligt, men at Forholdene har undergaaet den samme Bevægelse i en stor Del af Udlandet. Bank of Englands Diskonto har haft et usædvanlig højt Gennemsnit, og den forhøjedes den 11. Oktober til 5 og den 19. i samme Maaned til 6 pCt. Først nogen Tid efter Aarsskiftet — den 17. Januar — har man atter kunnet gaa ned til 5 pCt. Den tyske Reichsbank, som allerede den 18. Septbr. havde forhøjet Diskontoen til 5, gik den 10. Oktober op til 6 og den 18. December til 7 pCt. (Laan mod Pant i Papirer 8 pCt.), en Sats, der siden Rigsbankens Oprettelse kun én Gang tidligere har været noteret, nemlig fra 19. December 1899 til 12. Januar 1900. Først den 22. Januar har man atter kunnet nedsætte til 6 pCt. Ogsaa den nederlandske Bank maatte den 11. Oktober forhøje sin Diskonto til 5 pCt., og Sveriges Rigsbanks og Norges Banks Diskonto forhøjedes henholdsvis fra 11. og 12. Oktober til $5\frac{1}{2}$ pCt. Den 14. November forhøjede Sveriges Rigsbank yderligere sin Diskonto til 6 pCt. En Undtagelse fra de høje Diskontosatser danner Belgiens Nationalbank, der ganske vist den 26. Oktober forhøjede Diskontoen til $4\frac{1}{2}$, men allerede den 11. December atter nedsatte den til 4, og navnlig Banque de France, som har fastholdt den Diskontosats af 3 pCt., som under de andre Landes vekslende Forhold har staaet uforandret siden 25. Maj 1900.

Denne Frankrigs Særstilling bliver ofte urigtig opfattet, idet man er tilbøjelig til at mene, at medens andre Lande maa værne om deres Guldbeholdninger ved Diskontoforhøjelser, opnaar Frankrig det samme Resultat ved andre Midler, saasom høje Guldpræmier o. l. Naar imidlertid Frankrig er i Stand til at bevare saa lav en Rentefod, skyldes det ingenlunde udeluk-

kende disse Aarsager af mere overfladisk Natur, hvis Virkninger man er tilbøjelig til i høj Grad at overdrive. Guldpræmierne har, i den Tid de noteredes, sjældent været saa høje, at de vilde kunne opveje Diskontoforskellen. De kunde besværliggøre Guldeksporten noget, men de kunde ikke forhindre den, og i de senere Aar har der endda ikke været nogen officiel Guldpræmie. Om Banque de France trods den officielle Præmienoterings Ophævelse vedblivende har benyttet saadanne Foranstaltninger, som det staar i dens Magt at bruge til at chikanere en ubekvem Guldeksportør — f. Eks. at foretage Udbetalinger i gamle og slidte Napoleondorer — vides ikke. Men ogsaa andre Banker, saasom den tyske Reichsbank, har foruden Diskontoforhøjelsen andre Midler til at være ubehagelige overfor Folk, som mod dens Ønske vil foretage Guldeksport. Overfor et enkelt Land har Banque de France i den seneste Tid grebet til en særlig Foranstaltning, nemlig overfor Amerikas Forenede Stater. Medens andre Lande kender en Del forskellige Arter af Veksels-transaktioner for at skaffe sig midlertidig Kredit i Udlandet, bruger Nordamerika i Reglen kun én Metode, som bestaar i, at det trækker lange Veksler paa en udenlandsk Bankier og sender disse Veksler til Diskontering i vedkommende Land. I den sidste Tid har Banque de France nægtet at diskontere disse saakaldte amerikanske Finansveksler. Men denne Fremgangsmaade er langt fra særlig fransk. Den er til Tider benyttet baade af Bank of England og Reichsbank.

At Frankrig har kunnet holde sin Rentefod lavere end andre Landes, beror i Virkeligheden i første Række paa Landets økonomiske Forhold, paa de store Op-

sparinger, som stadig foretages. Naturligvis er der Anledning til under saadanne Forhold at lade en Del af den stadig voksende disponible Kapital gaa til Udlandet for at nyde godt af den højere Rente. Dette er da ogsaa sket efter en ikke ringe Maalestok. Navnlig i Tyskland er det ikke smaa Beløb af franske Penge, man har benyttet. Men naar Frankrig, som Tilfældet faktisk har været, stadig faar Penge tilgode i Udlandet, dels ved Overskudsudførsel af Varer*) og dels ved Renterne af sine store Obligationslaan til Udlandet, kan det jo sagtens give Kredit uden at udføre Guld. Disse Forhold har ogsaa i det forløbne Aar givet sig et klart og utvetydigt Udtryk i Vekselkurserne, som gennemgaaende har været »gunstige« for Frankrig. Forøvrigt er det en Misforstaaelse at tro, at Banque de France ruger som en Drage over sit Guld. Dens Guldbeholdning var ved Udgangen af 1905 2878 Mill. Francs, den 26. April 1906 var den 2995 Millioner og den 3. Januar 1907 2665 Millioner. Den er altsaa ved Aarsskiftet 213 Millioner lavere end for et Aar siden og 330 Millioner lavere end det højeste Beløb i 1906. Til Sammenligning kan anføres, at Differencen mellem det højeste og laveste Beløb i Reichsbanks Beholdning i 1906 er 388 Millioner Mark eller 480 Millioner Francs. Forskellen er ikke stor, men Nedgangen i Banque de Frances Guldbeholdning har med Rette ikke afficeret Bankens Bestyrelse, fordi den i Forhold til den samlede Masse betyder saa lidt.

*) Frankrigs officielle Statistik over Ind- og Udførsel viser i nogle Aar direkte Overskudsudførsel; i andre Aar er der saa ringe Forskel mellem Ind- og Udførsel, at man i Kraft af de almindelige Mangler ved de officielle Værdiøpgørelser maa formode, at der reelt er Overskudsudførsel.

Naar Diskontoens Forhøjelse i Danmark er gaaet Side om Side med en lignende Bevægelse i Udlandet, har dette to Aarsager. Dels er vort Pengemarked direkte paavirket af Udlandets, og dels har vort økonomiske Liv, om end i mindre Maalestok, været præget af de samme Strømninger, som i saa betydeligt Omfang har gjort sig gældende i de store Kulturlande, og som dér har givet sig Udslag i den usædvanlige Kapitalknaphed. Hvad den første Aarsag angaar, er det i væsentlig Grad vort Forhold til Tyskland, det drejer sig om. Kapitalforholdene i dette Land har naturligt bevirket, at det ikke som i tidligere Aar har kunnet optræde som Køber af danske Kreditforeningsobligationer og lignende Papirer. I det hele har vi ikke i nogen væsentlig Grad kunnet optræde som Laantagere paa det tyske og engelske Marked; en sædvanlig Adgang til Forøgelse af vor disponible Kapital har derfor dels været lukket for os, dels har Vilkaarene for Laan i alt Fald været meget byrdefulde. Der har endog været Tendens til en Bevægelse i modsat Retning, om end i mindre Omfang, idet Pengeforholdene i vore skandinaviske Nabolande, navnlig i Sverige, har ført til, at nogen dansk Kapital er bleven anbragt dér paa kortere eller længere Tid.

Hovedsagen er dog som sagt den, at det økonomiske Liv til en vis Grad hos os har haft samme Karakter som i Udlandet, og det har derfor ogsaa sin Interesse for vore hjemlige Forhold at se lidt paa Aarets almindelige økonomiske Fysiognomi. Ogsaa i denne Henseende giver Bankbalancernes Bevægelser nogle Fingerpeg. Reichsbanks Balance viser i Aarets Løb følgende væsentlige Forandringer. Vekselporte-

føljen er forøget fra 1227 til 1339 Millioner Mark, Lombardlaanene fra 204 til 284 Millioner. Dette har foraarsaget en Forøgelse af den omløbende Seddelmængde fra 1657 til 1776 Millioner, medens Metalbeholdningen er gaaet ned fra 804 til 665 Millioner. Denne Formindskelse af Metalbeholdningen med c. 140 Millioner betyder ikke nogen Udvandring af Guld fra Tyskland til andre Lande. Tværtimod viser Statistikken over Ind- og Udførsel af ædle Metaller, at der har været et Indførselsoverskud. Guldet er gaaet ud i den indenlandske Omsætning. Bevægelsen paa de to Konti betyder altsaa, at Reichsbank har maattet forøge Landets Omsætningsmidler — Sedler og Mønt — med 260 Millioner Mark. En Betragtning af Bank of Englands Balancer ved Aarets Begyndelse og Slutning giver ikke et lignende Indtryk, idet de hovedsagelige Konti optræder med ret uforandrede Beløb. Aarsagen er tildels den, at den høje Diskonto allerede ved December Maanedes Udgang har bragt en vis Balance i Forholdene, hvilket ikke er Tilfældet i Tyskland. Naar man derimod retter Opmærksomheden paa det Tidspunkt, da Bank of England fandt sig foranlediget til at forhøje Diskontoen, og altsaa sammenligner Balancerne for September og Oktober med Balancerne for de samme Maaneder i 1905, viser der sig en Nedgang i Bankens Guldbeholdning paa omtrent 3 Millioner £ (fra c. 35 til c. 32 Millioner). Ogsaa her tyder Guldbeholdningens Nedgang nærmest paa en Forøgelse af Guldets Brug i Landets indre Omsætning, idet Aarets Statistik over Ind- og Udførsel af Guld viser et Indførselsoverskud af c. $3\frac{1}{2}$ Million £, hvilket ganske vist er mindre end sædvanligt i de senere Aar. Nogen

Forøgelse af den omløbende Seddelmængde vil man ikke iagttage for Bank of Englands Vedkommende; men dette skyldes væsentligst den Omstændighed, at Sedlerne i det hele spiller en saa lille Rolle i Englands Omsætning. Ved Udgangen af 1906 var den cirkulerende Seddelmængde i England c. 30 Millioner £, i Tyskland c. 1780 Millioner Mark og i Frankrig c. 4700 Millioner Francs, eller udtrykt i Kroner henholdsvis omtrent 545, 1580 og 3380.

Tallene — særlig de tyske — tyder paa et Opsving i Produktion og Omsætning, som bekræftes af Bevægelserne i det almindelige Prisniveau og af de Oplysninger, som foreligger med Hensyn til Beskæftigelse af Arbejdere i de forskellige Fag. Den økonomiske Bevægelse har i det sidste Tiaar haft den Karakter, at Stilstanden og Rigeligheden paa Pengemarkedet naaede sit Kulminationspunkt omkring Midten af Halvfemserne. Derefter kom der en stærk opadgaaende Bevægelse. Den Standsning i denne, som hang sammen med Kalamiteterne ved Aarhundredskiftet, blev af kort Varighed, og det nye Aarhundrede viser gennemgaaende atter Opgang.

Naar man betænker de dybere liggende Aarsager hertil, kan man ganske vist pege paa enkelte medvirkende Forhold udenfor det rent økonomiske. I politisk Henseende har Tiden efter 1895 været yderst urolig. Krigen mellem Spanien og Nordamerika, mellem England og Boerrepublikkerne, mellem Rusland og Japan er fulgt efter hverandre og er atter bleven efterfulgte af den revolutionære Tilstand i Rusland. At Aaret 1906 har bragt et russisk udenlandsk Laan paa mellem 2 og 3 Milliarder Francs, har selvfølgelig ikke

undladt at paavirke det europæiske Pengemarked. Men navnlig Tallene fra Tysklands Bankbalancer — og for øvrigt ogsaa fra Danmarks — tyder paa, at det ikke blot drejer sig om saadanne ydre Begivenheder, men at der ogsaa i Landenes indre økonomiske Liv findes virkende Aarsager.

Prisniveauets Bevægelse har ikke alene været stærkt opadgaaende, men ogsaa i Enkelthederne har Prisbevægelsen haft en Karakter, som tyder paa en høj Konjunktur i de industrielle Forhold, idet der navnlig viser sig Prisopgang for saadanne Raastoffer, efter hvilke Efterspørgselen er stigende i de store Opgangsperioder.

For det sidste Femaar viser Indextallene for det samlede Prisniveau følgende Bevægelse:

ved Udgangen af 1902 ifølge »Economist« 2003				
»	»	» 1903	»	» 2197
»	»	» 1904	»	» 2136
»	»	» 1905	»	» 2342
»	»	» 1906	»	» 2499

og for Aarenes Gennemsnit ifølge Sauerbeck:

1902		69
1903		69
1904		70
1905		72
1906		77

Baade Slutningstallene og Gennemsnitstallene viser altsaa for Aaret 1906 en kraftig Stigning; men en paa-faldende Forskel kommer frem, naar man deler Varerne i Grupper. Ifølge Sauerbeck er Indextallet for Næringsmidler fra Udgangen af 1905 til Udgangen af 1906 sunket fra 68,7 til 68,4, medens det for Industriens

Raastoffer er steget fra 79,1 til 87,9. Nedgangen eller rettere sagt Stilstanden i Prisen paa Næringsmidler kommer for Kornets Vedkommende af, at Høsten gennemgaaende har været god. For Kødets Vedkommende maa det erindres, at Kødpriserne allerede i 1905 — ikke alene i Tyskland, men ogsaa andre Steder — var stegne saa stærkt, at det uforandrede Prisniveau betegner en høj Pris.

Hvad Raastofpriserne angaar, kan man særlig lægge Mærke til følgende: Raajærn er steget fra 53 sh. pr. Ton til 62, Kobber fra 80 til 107, Tin fra 165 til 195, bedste Newcastle Kul fra 9 sh. 9 d. til 12 sh. 6 d. og bedste Waleskul fra 12 sh. 6 d. til 16 sh. 9 d. Jærn og Kul hører til de Varer, der altid paavirkes stærkest af en industriel Højkonjunktur. Hvad Kobber og Tin angaar, har rent spekulative Bevægelser maaske til Tider gjort sig gældende, men den stadige opadgaaende Bevægelse tyder dog paa en reel Efterspørgsel, og man maa for Kobberets Vedkommende formode, at det her drejer sig om en kraftig Vækst i den mest moderne af alle Industrigræne, Elektricitetsanlægene.

Det, som Pristallene viser, bekræftes af alle Beretninger fra Børserne. Spekulationen i industrielle Papirer og Emissionen af nye Aktier har været overordentlig livlig baade ude og hjemme. Stemningen har tydelig nok været sangvinsk. Sammenligner man Aktiekurserne i Danmark ved Aarets Begyndelse og Slutning, vil man se, at enten det gælder Bankaktier, Industripapirer eller Dampskibsaktier, er Kurserne — selvfølgelig med enkelte Undtagelser — gaaet adskilligt tilvejs trods den høje Rentefod. Spekulationen synes foreløbig ikke at lade sig afficere af, at de Købere, der engagerer sig

udover deres egen disponible Kapital — og det turde for Tiden være en meget væsentlig Del af Køberne — maa laane Pengene i Bankerne til 6 pCt. og derover. Uden at komme dybt ind paa det brændende Spørgsmaal om Byggevirksomheden i Byerne kan man ialtfald sige saa meget, at naar Spekulationen paa dette Omraade hverken lader sig skræmme af det store Antal af ledige Lejligheder eller af de høje Renter, som Byggelaanene koster, maa ogsaa i denne Gren af Spekulationen den sangvinske Stemning være ret høj.

Som Helhed fremkalder Bevægelsen baade i Prisniveauet, i Bankernes Virksomhed, i Aktiekurserne og i Diskontoen det Indtryk, at man i 1906 har befundet sig paa Toppen af en Konjunkturbølge, hvor den produktive Virksomhed har nærmet sig den Grænse, som den disponible Kapitals Størrelse sætter. Man maa derfor være forberedt paa den Reaktion, som erfaringsmæssig aldrig udebliver, men man maa haabe paa, at den tilbagegaaende Bevægelse faar en roligere Karakter end den adskillige Steder havde i 1900 og 1901.
