

DANMARKS FINANCIELLE FORHOLD TIL UDLANDET

Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 31. Oktober 1916

Af

Carl Otto Henriques.

I de sidste Aar før Krigens Udbrud voldte det som bekendt store Vanskeligheder at faa Danmarks Betalingsbalance overfor Udlandet opretholdt. Trods Nationalbankens og vore andre Bankers energiske Anstrængelser var der stadig Mangel paa udenlandsk Valuta, og Kurserne steg som Følge deraf op over Guldpunktet — den Kurs, til hvilken det betaler sig bedre at remittere Guld end at remittere Checks.

Det var heller ikke Smaabeløb af Sterling-, Francs- og Marktilgodehavender, der af Nationalbanken maatte stilles til Raadighed for Sveriges Rigsbank og Norges Bank, for at vi kunde opretholde Pariteten mellem den danske og de to andre skandinaviske Landes Valuta. Forholdet var jo nemlig den Gang dette, at Danmark brugte betydeligt mere, end dets internationale Finansstilling tillod. Danmark var Mønsterlandet eller skulde være Mønsterlandet paa mangfoldige Omraader. -

— Kjøbenhavn var pludselig blevet en Storby, og den private Luksus var steget samtidig med, at der gennemførtes enestaaende Reformer paa Hygiejnens og Filantropiens Omraader. Betegnende for denne Tid er følgende lille Eksempel. Da Rigshospitalet var blevet færdigt, kom nogle franske Professorer paa Besøg for at studere Forholdene herhjemme med Hensigt paa Oprettelsen af et Hospital i Lyon. Da man havde vist dem hele Hospitalet, udbrød de i begejstrede Lovtaler over dets Indretning, men disse Repræsentanter for det kapitalkraftige Frankrig sukkede samtidig resigneret: Ja, dette er pragtfuldt, men saadanne Hospitaler har vi skam ikke Raad til!

Ejendommeligt maa det have været for disse Herrer ved deres Hjemkomst at se af Avisernes Annoncer, at Danmark netop paa dette Tidspunkt henvendte sig til det franske Kapitalist-Publikum for at laane Penge. De maa have tænkt deres ved den Dristighed, hvormed man i et Land, der var nødsaget til at laane Penge i Udlandet, disponerede over fremmed Kapital.

Men Sagen var den, at vi hvert Aar blev nødt til at laane nye Penge i Udlandet, ellers var Hjulet gaaet i Staa. Vi byggede store Hospitaler, oprettede mægtige Elektricitetscentraler Landet over og forsynede By og Land med elektriske Installationer af enhver Art. Vi købte de fineste udenlandske Landbrugsmaskiner, vi købte Undervandsbaade og Kanoner i Udlandet, vi byggede store Luksuskaserner og Villaer, for en stor Del med Installationer af udenlandsk Materiale, vi importerede Vareautomobiler og Personautomobiler, udenlandske Møbler, Vine og store Mængder af andre Luksusartikler. Endelig var man begyndt at betragte

Udenlandsrejserne som en Selvfølge, saaledes at selv om vi endnu ikke til dette Brug anvendte forholdsvis ligesaa mange Penge som Amerikanerne, hvis Rejser før Krigen aarlig lagde Beslag paa et Beløb af 250 Mill. Dollars i udenlandsk Valuta, saa var vi dog — ogsaa paa dette Omraade — kommet ind paa et farligt Skraaplan.

Der var saaledes i Løbet af en kort Aarrække opstaaet meget store Krav paa udenlandsk Valuta, saa store, at vor Vareeksport i Forbindelse med de øvrige Poster paa Betalingsbalancens Aktivside langt fra slog til for at opveje den mægtige Passivside, som steg Aar for Aar, jo mere Danmark udviklede sig til et Mønsterland. Vi maatte saaledes se os om efter nye Midler for at faa Balancen i Orden, og de første Aar af denne Leven-over-Evne-Periode gik det ogsaa helt godt. Man havde i Udlandet faaet Smag for vore Kreditforeningsobligationer, og store Beløb gik til Udlandet, navnlig til Tyskland, men ogsaa senere (delvis gennem tyske Melleghandlere) til Frankrig, Belgien Schweiz og England, hvor de store Assuranceselskaber og Sparebanker anbragte betydelige Summer i disse højt ansete Obligationer.

Dernæst laante Staten direkte. Og da den danske Statsgæld foreløbig ikke var trykkende og Pengeforholdene paa de store udenlandske Markeder meget gunstige, kunde vi faa Laan paa gode Betingelser.

Kjøbenhavns Kommune fulgte Statens Eksempel.

Og til dette Trekløver af Laaneobjekter sluttede sig vor kongelige Hypothekbank.

I 1908 laante Kjøbenhavns Kommune og Hypothekbanken. I 1909 var det Staten der bragte sit i

Hus. 1910 var det atter Staten, men denne Gang med et midlertidigt Laan, og Kjøbenhavns Kommune. 1911 atter Kjøbenhavns Kommune — for uigenkaldelig sidste Gang. Og ogsaa Staten placerede i 1911 Skatkammerbeviser i Frankrig. I 1912 laante endelig Hypothekbanken, og det lykkedes heldigvis Staten samme Aar at faa sin løbende Gæld i Udlandet konsolideret paa rimelige Vilkaar.

Men hermed var det ogsaa Slut. Balkankrisen havde foruroliget de store Kapitalmarkeder. Selv i Tyskland syntes man, at vi foreløbig havde faaet tilstrækkelig udenlandsk Kapital at operere med, og at vi var gaaede vel kraftig til Værks. I de store franske Bankers Arkiver, hvor alle Verdens Landes Finanstransaktioner og Finanspolitik følges med udelt Interesse, stod der et stort Spørgsmaalstegn ved det 1ma, 1ma, der var skrevet ved Danmark som Laantager. Man satte os ned i en Underklasse af de 1ste Klasses Laanestater. Og selv om vi endnu hørte til det rigtige Kleresi, skulde vi dog vogte os for at gaa videre. Et næste stort Stats- eller Kommunelaan var ikke blevet taget naadigt op. I Parentes bemærket maatte Staten for at tilfredsstille sit Behov i de kommende 3 Aar henvende sig til det hjemlige Publikum med tre smaa beskedne Laan, hver paa 3 Millioner.

Efterat saaledes Stat og Kommune var paa Veje til at køre fast, maatte Privatinitiativet tage fat, for at skaffe os de Tilgodehavender, vi nu engang maatte have for at faa Maskineriet til at løbe rundt.

Vi eksporterede i den kommende Periode betydelige Beløb Landmandsbankaktier i saa høj Grad, at man ved Krigens Udbrud næppe var ganske klar over, om

Majoriteten af denne Banks Aktier var paa udenlandske eller paa danske Hænder. Vi solgte Østasiatisk Kompagnis Aktier til Frankrig og Obligationer af samme Selskab til England. Vor ledende private Bank stiftede Banker i Paris og London, der dog altid i en snæver Vending kunde hjælpe os over et dødt Punkt i vor Valutanød. Kjøbenhavns Telefonselskab laante i Hamborg, og ogsaa Landmandsbanken sendte sin nye Serie Kommuneobligationer til Tyskland. Men Salget af vore Kreditforeningsobligationer var trods de da gældende lokkende lave Priser saa godt som indstillet, og et Hypothekbanklaan i Frankrig kunde der ikke være Tale om. Vi var saaledes naaet til et dødt Punkt.

Som Forholdene har udviklet sig, behøver vi imidlertid ikke nu at beklage den Finanspolitik, som vi dengang førte. Tværtimod. Den har hjulpet os til under denne frygtelige Krig at faa en Andel i de Konjunkturer, der altid følger og maa følge i en saadan Krigsperiodes Spor. Vor Handel, Skibsfart og Industri, der alt imedens vi laante udenlandske Penge til andre Formaal, havde lagt Beslag paa de hjemlige Midler, stod derved parat til at tage fat, da der blev stillet disse Erhverv store Opgaver at løse.

Ved Krigens Udbrud var imidlertid den finansielle Situation lige overfor Udlandet saaledes alt andet end gunstig. Vor løse Gæld, som kunde blive forlangt tilbagebetalt i Løbet af tre Maaneder, beløb sig til ca. 150 Mill. Kroner, og vor hjemlige Bankverden var klar over, at ifald Udlandet blot forlangte Halvdelen heraf tilbagebetalt ved Forfald, vilde den ikke kunne præstere det nødvendige Valutamateriale. Moratoriet overfor Udlandet var saaledes en tvingende Nødvendighed, og

selv om vor Handels- og Finansverden var villig til at tilbagebetale de laante Penge, kunde Bankerne ikke fremskaffe de nødvendige Beløb indenfor de kommende tre Maaneder. Det varede da heller ikke længe, før man fra engelsk og fransk Side sendte kraftige Opfordringer til Debitorerne om at indfri Vekselgælden ved Forfald.

Nogle efterkom Opfordringen og fandt sig i det mindre Tab, den høje Valutakurs forårsagede. Andre kastede sig resolut ind under Moratorieloven. Og endelig var der en tredje Kategori, der nok vilde tilbagebetale Beløbet, men ikke vilde tage Tabet paa Valutaen og som derfor stillede et Kronebeløb, omregnet efter Parikurs for Sterling, resp. Francs, til Raadighed for Kreditor i en dansk Bank. Saaledes undgik vi i den første Tid en altfor mægtig Efter-spørgsel efter fremmed Valuta. Og Stigningen var da heller ikke saa formidabel — navnlig ikke fordi man samtidig i vor Handelsverden var ganske desorienteret med Hensyn til Fremtiden og derfor ikke turde indlade sig paa altfor store Indkøb i Udlandet. Endnu i Slutningen af September Maaned 1914 stod Sterling i 18,65 og Francs i 74, og det var da endelig ikke saa slem en Stigning. Først i Oktober Maaned, da Købmændene blev mere klare over Forholdene og man tog fat paa Storimporten, der jo fra nu af maatte betales „cash down“, det være sig i Amerika eller England, gjaldt det for Handelsstanden om at skaffe sig Valuta for enhver Pris. Det spillede jo ingen Rolle, om de betalte denne Valuta et Par % for dyrt, naar det drejede sig om Forretninger med eventuelt 100 % Avance. Ikke alene vor hjemlige Handelsstand, der

ofte fik Afslag af Bankerne, naar den skulde bruge altfor store Sterlingbeløb, men ogsaa smarte svenske Forretningsmænd søgte at skaffe sig Valutaer direkte fra vore Eksportører. Paa den Maade skruedes Noteringen paa Sterling — og med den Dollars- og Francs-Noteringerne — op til en Højde af 19,⁰⁰ resp. 4,¹⁸ og 78,⁵⁰. Men samtidig med, at disse officielle Rekordkurser blev noterede, betalte de smarte Forretningsfolk, der à tout prix vilde have Valuta, op til 20 Kroner for Sterling hos vore Andelsmejerier og Andelsslagterier og andre Eksportører. Det var en Opløsningens Tid for den gamle Valutahandel; og en herværende Storbank, der indtil da ganske havde domineret Sterlinghandelen i Danmark, takket være sine Forbindelser med vore største Landbrugseksportører, var alt andet end tilfreds med den nye Tingenes Orden.

Men Forholdene skiftede hurtigt. Efterat den engelske Blokade var traadt effektivt i Kraft, standsede den vildeste Import, og paa samme Tid begyndte vore fra Udlandet indtjente Fragter at skæppe ordentlig i Kassen. Efterhaanden var Finansforholdene i London og Paris kommet ind i roligere Baner, saaledes at det blev muliggjort for de neutrale Lande at optage mindre Laan med Sikkerhed i Consols og franske Rentes, eller endogsaa at faa Blancokreditter paa kortere Tid. Der blev foretaget enkelte saadanne Laanetransaktioner herhjemme fra, hvilket yderligere hjalp os ud over det allervanskeligste Tidspunkt. Da Kurserne saa endelig begyndte at give efter, gik det i Spring ned ad Bakke, og allerede i Juni 1915 naaede Sterlingkursen ned i Pari og Haand i Haand med den — med et Par $\frac{1}{10}$'s Differentce i vor Favør eller Disfavør — kom holland-

ske Gylden-, Dollars- og Francskurserne ogsaa ned i deres gamle Niveau. Ved den yderligere Skærpelse af Blokaden, de stadig stigende Fragtindtægter samt manglende Organisation af Modforholdsregler i Ententelandene faldt Kurserne atter og atter, og paa Aarets sidste Dag noterede vi 17,⁸⁰, 3,⁷⁴ og 63, hvorimod Amsterdam var oppe i 161. Dette betød, at medens Sterling hos os var faldet 5 % under sin Parité, var Sterlingkursen samtidig i Holland faldet over 12 % under Pariteten, hvilket jo nok kunde tyde paa, at vi havde langt igen, før Minimumskursen herhjemme var naaet.

Alt imens var Markkursen og den heraf afhængige østerrigske Kronekurs — for ikke at tale om Rubelkursen — faldet ganske betydeligt under Pari. Kun lige i den første Maanedstid efter Krigens Udbrud var der Knaphed paa Mark herhjemme. Saa snart vi blot havde faaet en Smule Overblik over Situationen, blev man klar over, at det var Tyskerne, der vilde faa Brug for vor Valuta og ikke omvendt. Allerede i Oktober 1914 begyndte Kursen at falde i Spring, og da man fra tysk Side nok vidste, at der vilde komme de Tider, da man fik endnu bedre Brug for skandinaviske Kroner, lagde man ikke paa det Tidspunkt særlig Pres paa de skandinaviske Debitorer for at faa den løbende Vekselgæld indfriet i første Omgang. Ultimo 1914 var Kursen nede i 87 — efter en Overgang at have været helt nede i 84. Den midlertidige Opgang skyldtes den tyske Eksport — dels af Varer, dels af Guld —, Optagelsen af mindre Valutalaan hos de skandinaviske Banker samt Salg hertil af amerikanske Tilgodehavender.

I 1915 fortsattes Faldet i Valutaen. Eksporten fra

Tyskland var kun ringe, Importen herfra meget stor, saaledes at det — til Trods for de store Salg fra tysk Side af skandinaviske Obligationer og forskellige skandinaviske Laanetransaktioner — ikke lykkedes at sætte en Stopper for Faldet, Markkursen var ultimo December nede i 69. Rubelkursen var imidlertid — her som i England — faldet ganske betydeligt og noteredes ultimo December til 115. Saaledes gik vi ud af Aaret med meget lave Valutakurser, men med alt andet end lyse Fremtidsudsigter for en Stigning.

Den Antiguldlov, der i Februar Maaned blev vedtaget i Sverige, og hvis Eksempel Danmark og Norge senere fulgte, skulde jo heller ikke virke stimulerende paa Kurserne. Tidligere havde man — navnlig fra engelsk Side — sendt en Del Guld til Sverige som Betaling for skandinaviske Varer, men da den omtalte Lov blev vedtaget i alle tre Lande, var det forstaaeligt, at man ikke kunde udsætte sig for en vilkaarlig lav Afregning af det Guld, man sendte over, og de engelske Importører maatte derfor søge paa anden Vis at skaffe sig Betalingsmidler i Hænde. Men alt imedens den engelsk-franske Bankverden pønsede paa nye Midler til at betale for den skandinaviske Eksport, faldt Kurserne helt ned i Dybet og naaede medio Maj deres laveste Punkt, nemlig 15,³⁵, 3,³⁰ og 54,⁵⁰.

Man havde hidtil i England set ret ligegyldigt paa den lave skandinaviske Valutakurs. Det gjaldt for England i første, anden og tredje Række at opretholde en konstant Kurs for den ameranske Valuta, og dette var ogsaa lykkedes. Maaske $\frac{9}{10}$ af den samlede engelske Import skulde nemlig reguleres i Dollars, og man kan da begribe, at alle Kræfter sattes ind paa at holde

denne Valuta Stangen. Da dette var naaet, tog man fat paa den hollandske Gylden-Kurs, og fik ogsaa i Løbet af forholdsvis kort Tid denne Valuta sat op i et passende Niveau.

Først da kom Turen til Skandinavien. Man organiserede Salget af de skandinaviske Obligationer i Christiania, Stockholm og Kjøbenhavn. Man tilbød Rederne gunstige Vilkaar for deres engelske Tilgodehavender mod, at de lod dem indestaa i længere Tid. Og endelig arrangerede man — ialfald i Sverige og Norge — Valutalaan mod Sikkerhed i skandinaviske Obligationer. Da man i Frankrig fulgte Englands Eksempel, varede det ikke længe før Sterlingvalutaen naaede opad imod den Kurs, der under Krigen maa siges at være det lave Guldpunkt.

Spekulationen hjalp til og slog sig navnlig paa Rublerne, da Rumænien greb ind i Krigen og Udsigterne for Ruslands Korneksport over Konstantinopel syntes lysere. Da vore egne disponible Tilgodehavender langt fra slog til for at tilfredsstille den mægtige Efterspørgsel, maatte vore Banker og Bankiers købe Sterling for derved at skaffe sig Rubler i London. Dette hjalp yderligere til at stabilisere Sterlingkursen, og selv om Rublerne atter har maattet give efter, begrundet paa bristende Forudsætninger, har Efteraarets vanlige Behov, navnlig af Dollars, holdt Sterlingkursen oppe paa det høje Niyeau (som bekendt skaffer vi os i disse Tider Dollarsvaluta i London ved Hjælp af vore Sterlingtilgodehavender).

Vi har saaledes indenfor en Periode af 18 Maanedre set Sterlingkursen først oppe i 19,50, saa nede i 15,35 og derefter atter oppe i en Kurs af ca. 17,50. I

denne mærkelige Periode har Danmarks finansielle Forhold til Udlandet været lige saa stærkt svingende som den Kurve, disse Bevægelser i Sterlingkursen danner.

Vi vil nu se, hvad Danmark har tilbagekøbt fra Udlandet og hvilke udenlandske Værdier man har vidst at forskaffe sig i dette usædvanlige Tidsrum.

Som nævnt ovenfor var Danmarks løse udenlandske Gæld ca. 150 Mill. Kroner før Krigens Udbrud. Denne Gæld er selvfølgelig aldeles tilbagebetalt nu.

Obligationsgælden og Udlandets øvrige Tilgodehavender her beløb sig til ca. 850 Mill. Kroner — ifølge et statistisk Skøn, som er anstillet kort før Krigens Udbrud. Dette Beløb bestod hovedsagelig af Stats-, Kommune- og Kreditforeningsobligationer og af Aktier i enkelte store Foretagender. Store Nordiskes Aktiekapital, som for Størstedelen er placeret i Frankrig, er ikke medtaget i denne Beregning, da ogsaa Selskabets Aktiver for en meget stor Dels Vedkommende er anbragt i Udlandet, og Statistikerne har derfor ladet disse to Faktorer opveje hinanden. Det er naturligvis ikke muligt at opstille en rammende Statistik over, hvor stor en Del af disse Obligationer og Aktier, der under Krigsperioden er vendt tilbage til Danmark. Men Folk, som til daglig beskæftiger sig med Obligationsimporten, og som har fulgt det danske Obligationsmarked, der er koncentreret — nu som altid — i Kjøbenhavn, kan dog nogenlunde skønne over, hvor store Partier, der alt i alt er vendt tilbage. Og naar man her anslaar det nominelle Beløb til ¹/₂

Milliard, er man sikkert de faktiske Forhold nogenlunde nær.

Men foruden denne anselige Import af indenlandske Værdipapirer har vi forøget vor Beholdning af udenlandske Værdier ganske betydeligt. Man anslog, at vi før Krigen havde ca. 100 Mill. af udenlandske Obligationer og Aktier, men nu er det nominelle Beløb efter Bankfolks bedste Skøn snarere steget til ca. 250 Mill. Kr., og selv om en stor Del af denne Forøgelse bestaar af russiske Jernbaneprioriteter, der er indkøbt for Halvdelen af deres Paalydende, maa dette dog siges at være et smukt Resultat.

Foruden de nævnte russiske Jernbaneprioriteter er der købt adskillige Poster af russiske Statslaan, og her har Publikum maaske været en Kende dristigt ved at indlade sig paa Køb af indenlandske russiske Laan, der er bestemt for Ruslands eget Publikum; men paa den anden Side har det paa Grund af den lave Rubelkurs kunnet købe paa uhyre gunstige Vilkaar, saaledes at det i værste Fald kun bliver en forventet Gevinst, som udebliver.

Endvidere er der anlagt store Beløb i engelske Skatkammerveksler, paa kortere eller længere Sigt, og finere Anlæg kan vel næppe — selv i disse vanskelige Tider — forlanges. Selv om Krigen skulde vare ved i flere Aar endnu, og selv om England skulde blive nødt til at ofre nok saa store Beløb paa sin egen og sine Allieredes Krigsførelse, vil den engelske Statskredit efter Krigen staa urokkelig, ikke mindst fordi man i England ved meget høje Skatter allerede nu inddriver store Beløb af de Summer, der medgaar til Krigsførelsen.

Ogsaa franske Obligationer, baade paa kortere og længere Sigt, har vi indkøbt, og store Poster norske og svenske Obligationer, der grundet paa en mindre Tilbøjelighed i vore Nabolande til Hjemkøb af deres i Udlandet placerede Obligationer — et Spørgsmaal, jeg senere vil komme tilbage til —, er bleven optagne paa vort gæstfrie Marked.

Hertil kommer store Beløb af amerikanske Aktier, som man i den senere Tid har slaaet sig stærkt paa. Hvorvidt Indkøbene af disse amerikanske „common shares“, der maaske lidt vel flot paa Dansk oversættes ved Aktier, medens de vistnok i nogle Tilfælde snarere burde oversættes med Ordet Tilgift, resp. Vand — hvorvidt disse Indkøb kan siges at være heldige, er vel et Spørgsmaal. I hvert Fald burde Publikum langt hellere købe de første Klasses Jærnbaneobligationer eller de fransk-engelske Laan, der har den fineste dobbelte Sikkerhed i Verden, hjem fra New York.

Endelig har vi faaet Anlægspapirer hjem, som vi aldrig havde tænkt os som egnede til det danske Publikum, nemlig japanske Statsobligationer. Japan har profiteret saa stærkt af Europas Strid, at dets Statsobligationer er rykket frem i det fineste Marked. At vi ogsaa har faaet en Del Store Nordiskes Aktier hjem fra Frankrig, maa regnes med til Importen af udenlandske Værdipapirer — efter den Opfattelse nemlig, som Statistikerne har anlagt paa dette Papir ved den ovennævnte Opgørelse.

Men foruden at vi saaledes har anbragt store Beløb af de i Udlandet indtjente Midler i udenlandske Værdipapirer, har vi endnu en klækkelig Del Midler tilbage, der henstaar i udenlandske Banker, delvis for vore

Bankers Regning, delvis til Credit for vore Redere, Storeksportører og -importører. Fra bankmæssig Side opgøres Beløbet af disse Tilgodehavender før Krigen til ca. 50 Mill. Kroner, medens de nu i Forbindelse med vore indirekte udenlandske Tilgodehavender (det vil sige de Penge, vi foreløbig herhjemmefra har stillet til Udlandets Raadighed) opgøres skønsmæssigt til et Beløb af 200 Mill. Kr., efter at man har fradraget de mægtige Beløb, Udlandet har staaende i vore Banker til Forrentning.

Stillingen er altsaa denne:

Før Krigen:		For Tiden derimod:	
fast Gæld.....	850 Mill.		350 Mill.
løs Gæld.....	150 —		0 —
	<hr/>		<hr/>
Ialt... 1 000 Mill.			350 Mill.
Udenl. Værdip. 100 Mill.		250 Mill.	
Udenl. Tilgodeh. 50 —	150 —	200 —	450 —
	<hr/>		<hr/>
altsaa Nettogæld...	850 Mill.		
		følgelig Nettotilgodehavender...	100 Mill.

Dette Regnestykke er naturligvis galt, bygget som det er alene paa Praktikerens Skøn, men saa meget tror jeg dog at turde hævde, at det er lykkedes os at kvitte vor Gæld til Udlandet. Men naturligvis er vi ikke kommet gratis hertil, og det maa jo heller ikke tabes af Syne, at vor Betalingsbalance overfor Udlandet kun er et af de Momenter, der spiller en Rolle ved Opgørelsen af vor Nationalformue. Til Plus'et paa dette Punkt svarer sikkert Minus'er paa andre, og jeg behøver i saa Henseende ikke overfor denne Kreds gøre opmærksom paa Nedgangen i vor Kreaturstyrke, paa Realisationen af Lagre, hvortil ikke svarer ny til-

komne Varer, men som ganske sikkert senere igen maa erstattes. Desuden har denne Ændring i den udenlandske Betalingsbalance naturligvis intet kunne lette af det Tryk, der hviler paa det danske Erhvervs- liv, forsaavidt angaar Tilførslerne af de nødvendige Raa- og Hjælpestoffer, ligesom vi jo heller ikke derved har kunnet skærme os mod den Dyrtd, som alle med Rette klager over.

Imidlertid: Hvorvidt har nu denne Tilbagekøbs- politik været den rette? Burde vi ikke have fulgt Sveriges og Norges Eksempel og undladt at amortisere Gælden? Burde vi ikke hellere have laant Udlandet Pengene til Indkøbene her i Landet og beholdt den store Driftskapital, det igennem Fredsaarene var lyk- kedes os at skaffe tilveje udefra paa saa gunstige Be- tingelser? Hvilke Chancer vilde der da ikke have været efter Krigen, hvilke Muligheder for at optræde som Grandseigneur overfor de .exkrigsførende Lande, hvilke Kapitaler vilde vi da ikke have haft til Raadig- hed for vor unge fremadstræbende Industri og for vor gamle prøvede Handel og Skibsfart! Vilde vi ikke da have kunnet forhindre den odiøse Disagio paa danske Kroner i Sverige-Norge — et Forhold, vi straks skal komme tilbage til —, om vi havde fulgt den svensk- norske økonomiske Politik ligeoverfor Udlandet og havde undladt at købe Størsteparten af de i Udlandet anbragte Obligationer tilbage igen?

Dette er nu Spørgsmaal, der beklageligvis for en stor Del først kan besvares, naar Krigen er endt, og indtil da kan man naturligvis diskutere frem og tilbage

om Betimeligheden af den Finanspolitik, vi har fulgt i den forløbne Krigsperiode. Saa meget kan man imidlertid allerede nu sige, at havde Krigen kun varet et Aar eller halvandet, var det maaske kommet til at svie til os, at vi saaledes havde disponeret noget vel rigeligt over vore nye udenlandske Tilgodehavender. Men nu, da Krigen har varet over to Aar, og vi stadig faar friske disponible Midler i Udlandet, maa vi være glade over, at vi har kunnet amortisere en saa stor Del af vor Gæld paa meget gunstige Vilkaar.

Betegnende for Stillingen som Følge af Krigens fortsatte Vedvaren er det, at man i det sidste halve Aars Tid ogsaa i Sverige og Norge har købt store Obligationsbeløb tilbage.

En Ting er da ogsaa givet, at det aldrig kan være helt af det Onde at tilbagebetale sin Gæld, navnlig naar man i sin Tid har brugt en Del af de laante Penge til Formaal, der i international Henseende maa betegnes som uproduktive. Hvis vi alene havde skaffet os Laan derude for at skabe os en mægtig Handelsflaade, der aarlig kunde indtjene de Renter og Afdrag fra Udlandet, der skulde til — eller vi udelukkende havde benyttet Pengene til Skabelsen af en kraftig Eksportindustri for Landet, var det endda ikke saa nødvendigt ved første, bedste Lejlighed at skaffe sig Gælden fra Halsen; men som Forholdene nu engang var, maa det anses for yderst heldigt og godt, at vi har faaet afbetalt saa stor en Del af vor Gæld, hvorefter vi forhaabentlig aldrig mere kommer i saa pinlig en Situation som den, vi var i før Krigen, at vi Aar for Aar var nødsagede til at laane i Udlandet for at

skaffe os de fornødne Midler til Forrentning og Amortisation af Gælden.

Den Finanspolitik, der er blevet ført herhjemme fra overfor Udlandet, er i Virkeligheden heller ikke blevet kritiseret fra kompetent Side, men man har været klar over, at hvad der er sket, har været til Gavn for Landet. Kun Disagioen mod Sverige og Norge er blevet trukket stærkt frem af den sagkyndige Kritik, samtidig med, at man fra mindre sagkyndig Side stadig har hævdet, at det var en Skam for Landet, at man i de to andre skandinaviske Lande nægtede at tage vore Sedler til Pari. Det er nu imidlertid ikke i højere Grad en Skam for os, at danske Kroner er under Pari i Sverige og Norge, end det er en Skam for Amerika, at Dollarsvalutaen staar under Pari herhjemme. Og ærlig talt tror jeg, at hverken Morgan eller Rockefeller eller nogen anden amerikansk Finansmand føler Skam i den Anledning.

Den Møntunion, der har bestaaet mellem Sverige, Norge og Danmark, og som det i Fredstider har voldt vor Nationalbank saa store Vanskeligheder at opretholde, dengang vore udenlandske Valutabeholdninger var saa knappe, den har nu i Krigsaarene til Trods for vor Overflod paa Valuta givet Banken saa haarde Nødder at knække, at man har maattet melde Pas. Det har saaledes vist sig, at det er umuligt at opretholde en Møntunion mellem tre Lande med forskellig Handelspolitik og forskellig Finanspolitik, saalænge der hersker Krig i Europa. Krigen har omvæltet saa mange af vore økonomiske Forhold, der var stabile i Fredstider, og den midlertidige Forstyrrelse af den

skandinaviske Møntunion synes mig et af de ubetydeligste Onder, Krigen har medført.

Det er blevet hævdet, at den odiøse Disagio kunde være undgaaet, om vi herhjemmefra havde ført en anden Finans- og Valutapolitik. Dette er en Paastand, som man ikke har kunnet bevise, men Hovedtanken har været den, at naar Danmark havde en saadan Overflod paa udenlandsk Valuta, som vi har haft under Størstedelen af Krigsperioden, kunde vor Nationalbank — ganske vist ved pekuniære Ofre — have opretholdt vor Paritet med Sverige og Norge. Fremfor alt mener man, at vi ved at følge en med de to andre skandinaviske Landes Finanspolitik ensartet Fremgangsmaade havde kunnet holde Hovedvalutaerne herhjemme nede paa samme Niveau som Sverige og Norge og derved kunnet forhindre Disagioen.

De Forholdsregler, vi maatte have truffet for at gaa parallelt med den svensk-norske Finanspolitik vilde imidlertid have været saa langt mere generende for Landet end Tilstedeværelsen af Disagioen for ikke at tale om den Fejl, det vilde have været for et Land som Danmark, der er kultiveret ud til den sidste km² og allerede før Krigen var Mønsterlandet, at disponere paa samme Maade over sine likvide Midler som Lande som Sverige og Norge, der trænger til al den Kapital, der kan opdrives, for at tage i Brug de store, rige Naturkilder, der er blevet dem skænkede af Forsynet, men endnu langt fra er fuldt udnyttede. Havde vi ført samme Politik — ja, saa havde vi faaet en yderligere Pengerigelighed i Landet, og Overfloden var jo nok som sædvanlig endt paa Børsen.

Før Krigens Udbrud havde vore noterede Aktier

en Værdi af ca. 500 Mill. Kroner. Nu repræsenterer de samme Aktier uden Hensyn til Udvidelser og Udskillelser en Kursværdi af $1\frac{1}{4}$ Milliard. Havde det været ønskeligt at faa denne Værdi skruet yderligere i Vejret?

Endvidere havde vi maattet indstille enhver Notering af Obligationer paa Børsen. Sverige og Norge har haft let ved at sige Nej Tak, naar Udlandet har tilbudt dem store Obligationposter, fordi de ikke har nogen Obligationsnotering i Lighed med den, vi har herhjemme. Men Udlandet havde — ifald Noteringen var vedligeholdt her — jo blot kunnet sende os Obligationer til Salg paa Børsen. Vi maatte altsaa have indstillet Obligationsnoteringen — en Foranstaltning, der nok skulde have vist sig at være meget uheldig.

Og hvad havde vi saa faaet ud af denne kunstige Finanspolitik? Maaske det, at vi i en rum Tid havde kunnet holde Sverige og Norge Stangen, men dog en skønne Dag havde maattet slippe Taget. Saa længe vi førte en forskelligartet Handelspolitik og Udlandet stadig fik større Tilgodehavender at disponere over i Danmark end i Sverige — takket være at vi fik flere Varer end Svenskerne — vilde Forholdene stadig have ført henimod det samme Resultat. Udlandet vilde bruge sine danske Tilgodehavender til Betaling i Sverige og Norge, og Nationalbanken kunde ikke — selv om den havde anvendt hele sin Guldbeholdning i dette Øjemed — have reguleret Mellemværendet.

Og ifald man havde forsøgt en Udligning af dette Mellemværende ved Hjælp af Valuta, som Nationalbanken havde maattet afgive til de af Rigsbanken dikterede meget lave Kurser, ja saa var dette jo kun

blevet den kendte gamle Svikmølle om igen, at Rigsbanken — direkte eller indirekte — solgte den samme Valuta med Avance tilbage til danske Banker, og saa var vi jo lige langt!

Den saakaldte Antiguldlovs Ikrafttræden har gjort det endnu vanskeligere for vor Nationalbank at regulere Forholdet, da Banken efter Lovens Vedtagelse kun har kunnet sende udmøntet Guld til Sverige. Saalænge der er frie internationale Guldmarkeder og Guldforsendelserne foregaar uden Vanskeligheder, kan en Møntunion opretholdes mellem Landene; men naar de frie Guldmarkeder er ophævede og den frie Guldtilførsel hindres, kan man ikke forlange af nogen Seddelbank, at den skal kunne opretholde en Møntunion som den skandinaviske.

Medens man saaledes her hjemme i det store og hele ikke har kritiseret den Finanspolitik, vor Finansverden med Nationalbanken i Spidsen har fulgt, er den svenske Finanspolitik blevet stærkt imødegaaet af den kendte svenske Nationaløkonom, Professor Cassel, der i sin Kritik ogsaa har indflettet et lille Hib til Norge og Danmark. Professor Cassel har først og fremmest kritiseret den Overflod af Seddelpenge, vore Seddelbanker har sat i Omløb under Krigen, og han paastaar, at Dyrtiden hovedsagelig er opstaaet som Følge heraf. Professoren kritiserer Prisreguleringskommissionernes Arbejde og hævder, at dette vilde være ganske overflødig, om man havde forhindret Øndet ved at skære ved Roden, d. v. s. ikke havde sat alle disse Pengesedler i Omløb. Han anker derfor navnlig imod, at man har laant Udlandet saa store Beløb skandinaviske Kroner, og at Bankerne med

Seddelbankerne forrest har forøget deres Beholdninger af udenlandsk Valuta i saa stor Maalestok i Stedet for at lade Kurserne falde ned til det naturlige Niveau. Derved vilde jo nemlig ved Indkøb i Udlandet Overprisen paa Varer, som hersker der, ligesom ogsaa de dyre Fragter, blive bortelimineret, takket være den lave Valutakurs, der i saa Tilfælde vilde have været noteret i Sverig. Samtidig vilde de hjemlige Varer ikke være blevet drevet saa stærkt op i Pris, hvis man ikke ved de bevilgede Laan selv havde stillet svenske Kroner til Udlandets Disposition til Brug ved Indkøbene. Hvis f. Eks. Prisen for de Varer, som Sverige køber hjem fra Amerika, er steget 30 % (inkl. Fragten), burde Dollars noteres 30 % under Pari i Sverige, hvilket altsaa efter Professorens Mening delvis er forhindret ved Laanene til Udlandet og delvis ved Rigsbankens stærke Opkøb af udenlandsk Valuta. Professor Cassel klager saaledes over, at den fornuftige Foranstaltning, der blev taget ved den saakaldte Antiguldlov, ikke er blevet udnyttet konsekvent ved en Finanspolitik som den her antydede.

Hans Forslag lyder meget smukt som Theori — i Praksis ved vi allesammen (og jeg tror ogsaa at selveste Professor Cassel ved det), vilde en saadan Politik være uigennemførlig. Der er et gammelt Ord som siger, at hvo, som vil være med i Legen, faar ogsaa noget af Stegen. Naar de skandinaviske Lande ønsker at tilegne sig deres Del af disse iøvrigt saa frygtelige Tidens Avancer (og trods alt ønsker man jo nok at sikre sit Land en Del af Krigskonjunkturerne?) saa maa disse Lande ogsaa finde sig i den Dyrtidsperiode, der følger i deres Spor. Det bliver da et indrepolitisk

Anliggende at fordele Smerterne, men helt undgaa dem, kan man nu engang ikke. At gaa nærmere ind paa Professorens Teorier mener jeg, vilde ligge udenfor dette Foredrags Rammer — noget jeg som Praktiker kun kan prise mig lykkelig ved. En fransk Videnskabsmand har engang sagt om Problemet Penge, at jo mere man tænker over det, des mere uigennemtrængeligt bliver det. Det samme tror jeg, gælder om de Teorier, den anerkendte svenske Videnskabsmand har opstillet om Dyrtidsaarsagen.

Efterat vi nu har fulgt de Skridt og Baner, Krigsperioden har ført vor internationale økonomiske Politik ind paa, var det jo højst ønskeligt at kunne vende Blikket fremad i Tiden, at kunne løfte en Flig af det Slør, der hviler over den fremtidige Udvikling af vort økonomiske Liv. Men er det i normale Tider en saare vanskelig Ting at spaa rigtigt om de internationale finansielle Forholds Udvikling, saa er det i disse Tider totalt umuligt. Hvem tør i Øjeblikket spaa om vore Valutakursers Udvikling, hvem tror at kunne se, hvilke Veje de krigsførende Lande vil slaa ind paa, naar Afviklingens Time kommer og de forskellige Regeringer skal bringe det forfærdelige Krigsregnskab til at balancere, hvem er i Stand til at sige, hvorlænge Overgangsperioden vil vare, og hvorvidt det overhovedet vil lykkes de krigsførende Lande at faa genoprettet de gamle Normal-Tider paa det finansielle Omraade. Kun ét er sikkert, og det er, at denne Overgangsperiode vil blive fuld af Overraskelser og Skuffelser — men

antagelig ogsaa af fortrinlige Chancer. Hvis vi vil være med i Konkurrencen, naar Verdenshavene atter aabnes og de store krigsførende Stater paany tager fat, med tidobbelt Energi, opsparet og hærdet i Krigens frygtelige Aar, da gælder det at staa aldeles forberedt, at være belavet paa alle Eventualiteter.

Hvis det i den kommende Tid vil lykkes os at opretholde vor Eksport, og vor Skibsfart stadig vil kunne lukrere af de gunstige Konjunkturer, da vil vi Dag for Dag erhverve os store Tilgodehavender i Udlandet. Det var ønskeligt, om disse maatte blive derude foreløbig, saaledes at vi kunde disponere over dem straks efter Krigens Slutning. Det vil maaske koste os et Rentetab i en forhaabentlig kortere Periode, nemlig saa længe Krigen varer, men det vil efter den være af uvurderlig Nytte for os at eje saadanne store Kontant-Beholdninger disponible paa rette Sted. Og det rette Sted er — som Forholdene har udviklet sig — Amerika. Mod Amerika vendes hele Europas Blikke i det Øjeblik, da Krigen er endt, og da gælder det for os, hvis vi vil sikre os en Del af de Produkter derovrefra, som til den Tid vil være i højeste Pris Europa, at kunne lægge Pengene paa Bordet og betale kontant for Varerne. Det nytter ikke at slaa sig til Ro med sine Sterlingtilgodehavender og ræsonnere som saa, at saa længe Krigen vedvarer, kan vi lade Pengene staa i London til en god Rente, og bagefter kan vi saa købe os Dollars sammesteds. Hvem kan vide, om man ikke til den Tid faar saa god Brug i England for sine Dollars, at det simpelthen bliver forbudt at sælge dem til Udlændinge? Hertil kommer, at vi jo ovenikøbet efter al Sandsynlighed er i den

heldige Stilling at faa et større Beløb Dollars tilgode i en nær Fremtid, hvis Øsalget gaar i Orden. Der kunde altsaa blive en ret storstilet Reserve for os, hvis vi venter med at disponere over Pengene, til Krigen er forbi.

Ved fra nu af at lade de Penge, vi tjener udefra, blive derude under Krigen, skaffer vi os imidlertid ikke alene en meget gavnlig Reserve i Udlandet, men vi gavner tillige vort hjemlige Pengemarked ved ikke yderligere at overfylde det med ledige Kapitaler. Industriraadets Formand, Ingeniør Foss, har nylig i et ypperligt Foredrag om Krigen og de danske Erhverv paatalt den Planløshed og Ubesindighed, hvormed nye Foretagender startes her hjemme og de indtjente Penge anbringes. Men hvorledes kan det være anderledes i en Tid som denne, da Pengene saa at sige gror op overalt, hvor Foretagsomheden rører sig og en hel Del af de Mennesker, der ved Forholdenes Gunst har faaet Ret til at disponere over dem, qua Kapitalister, i Virkeligheden ikke tænker klart i Øjeblikket, idet deres Hjerner er angrebne af Guldfeberen.

Overgangen fra kapitalfattigt til kapitalkraftigt Land har i Danmark været saa brat, at vi knap har faaet Tid til at sunde os. Vi har ikke taget Lære af andre kapitalkraftige Landes økonomiske Fejlgreb under penge- rigelige Perioder. Vi har ikke lært af de gamle kapitalfaste Lande at disponere paa langt Sigt. Vi vil gøre vore Penge hurtigt frugtbringende og helst fordoble vor Kapital hvert Aar. Derfor gælder det nu for vore Ledere at tage Reb i Sejlene, at vi kan undgaa en oppustet Gründerperiode og det paafølgende Sammenfald, som kan ødelægge saa meget af, hvad vi nu har

naaet. Endnu er Faren vel ikke saa stor, men fortsættes der i samme Tempo, i det samme planløse Spor, bliver det maaske vel rigeligt dyre Lærepenge, vort unge kapitalfyldte Land kommer til at betale.

Saa utopisk end Tanken forekommer ved første Øjekast og saa vanskelig dens Virkeliggørelse end ved nærmere Eftersyn muligvis vil synes —: der burde nedsættes et „Finansraad“, et Kommissorium med ret udstrakt Myndighed og sammensat af dygtige Bankmænd, finansministerielle Embedsmænd, Nationaløkonomer og enkelte Handels- og Industrifolk, og dette Raad skulde for det første beskæftige sig med vort hjemlige Kapitalmarked og forhindre den usunde Selskabs-Dannelse og modarbejde det vildeste Børsspil. Enhver ny Emission, enhver Udvidelse af bestaaende Virksomheder og enhver privat Appel til Kapitalmarkedet burde approberes af dette finansielle Overformynderi. Men desuden burde der herigennem træffes Forberedelser og gøres' Studier, saaledes at vi kunde staa rustede til den kommende Overgangsperiode med et rigt og værdifuldt Materiale til Støtte for vore Lovgivere. Man burde studere alle de Forholdsregler, der træffes i andre neutrale Lande til den kommende Epoke, og selv tage alle mulige Spørgsmaal og Forholdsregler af financiesl Art op til Behandling, som antagelig vil faa Interesse ved Krigens Slutning. For at nævne enkelte af de store Opgaver, der venter paa deres Belysning og Besvarelse: Bør Danmark oprette et Diskontomarked i Lighed med de store udenlandske Pladser for selv at kunne financiere sin Eksport og sin Import? Hvilke Betingelser bør vi stille for at give udenlandske Aktier og Obligationer Indpas paa

vort hjemlige Marked og vor Børs? Hvorledes bør vi stille os for at forhindre Udlændinge i at faa for stor Indflydelse i vort Erhvervsliv, for stor Magt over vore Aktieselskaber?

Saadanne Spørgsmaal og utallige andre lignende burde dette Finanskommissorium behandle, saaledes at Materialet ligger rede, fuldt færdigt i det Øjeblik, da vi kommer til at behøve det. Vi kan ikke forlange, at Lederne af vort økonomiske Liv herhjemme i disse ovenud travle og enerverende Tider skal beskæftige sig med disse vidererækkende Emner, men vi burde sikre os et Organ for saadanne Overvejelser og Beslutninger som de nævnte, selv om vi derved kommer ud for den Fatalitet, at vi maa betale dette Raads Medlemmer klækkeligt for deres Arbejde. Tiden vil vise, at Omkostningerne vil betale sig, at et saadant forberedende Arbejde vil spare Landet for mange Genvordigheder og Tab.

Det er lykkedes os under Krigen at skaffe os fri for vor Gæld til Udlandet, finansielt at styrke os udadtil og indadtil. Det gælder nu for os om ikke at overvurdere denne Styrke. Den største Kunst i saa pengेरigelige Tider som dem, vi nu oplever herhjemme, er at holde igen, ikke at lade sig imponere for stærkt af den tilsyneladende Overflod. En officiel Dæmper paa den overdrevne private Optimisme, der i vore demokratiske Tider jo let smitter ogsaa de offentlige Institutioner — det er, hvad vi savner. „Prevention is better than cure“, siger Englænderen, og i Fald man herhjemme kunde forebygge det store Krak paa det finansielle Omraade, som allerede af adskillige af vore finansielle Ledere er blevet forudsagt at skulle

komme, vilde meget være vundet. Vi har nemlig ikke udelukkende styrket vor finansielle Status, vi er ogsaa faldet for mange af de finansielle Fristelser, som Perioder af Nutidens Art fører med sig. Maatte vi blive bevaret for finansielle Udskejelser, for Overvurdering af de virkelige Forhold, da vilde Danmark sikkert i de kommende Tider kunne hævde sin Stilling som et af Udlandet finansielt uafhængigt Land.
