

# DEN BRITISKE STATSGÆLDS-KONVERTERING

AF S. HARTOGSOHN

UNDER den Kampagne, som blev iværksat i Storbritannien i Sommeren 1932, da den omfattende Konvertering af den britiske Stats 5 pCt. War Loan blev gennemført, betegnede man denne Konvertering som »Finanshistoriens største Transaktion«. Dette maa vel nok siges at være et Reklameudtryk, for saa vidt som selve Optagelsen af Kæmpelaanet i Verdenskrigens sidste Tid har været en endnu større finansiell Opgave.

Den britiske Statsgældskonvertering i Løbet af 1932, der foruden det kæmpemæssige War Loan omfattede en Række mindre Laan, maa uanset dette anses for at være en af de mest interessante og bemærkelsesværdige Begivenheder i en Tid, der iøvrigt ikke kan siges at være fattig paa Begivenheder paa det økonomiske Omraade.

## 1. RENTEFORHOLDENE

Gennemførelsen af Konverteringen maa ses paa Baggrund af den abnorme Udvikling af Rentesatserne paa det britiske Kapitalmarked under Verdensdepressionen, og det vil derfor som en Indledning til en Skildring af selve Konverteringen være nødvendigt at kaste et Blik paa denne Renteudvikling for Tiden siden Verdenskrisens Udbrud i Efteraaret 1929.

Det vil erindres, hvorledes Renteniveauet i London i Løbet af 1929 var blevet skruet i Vejret under Indtryk af Begivenheder, som laa udenfor Storbritannien, dels den amerikanske Børs-hausse, der trak europæiske Penge over Atlanterhavet ved Hjælp af abnormt høje Rentesatser for call money, dels Genskabelsen af det parisiske Pengemarked efter den formelle Franc-Stabilisering i 1928 og Hjemtrækningen af de franske Penge, der i de usikre Francsaar var flygtet ud af Landet. Denne Situation for London illustreres bedst ved en Henvisning til, at Bank of England den 26. September 1929 satte sin Diskonto op til  $6\frac{1}{2}$  pCt., en

udpræget Krisesats i Sammenligning med, hvad man var vant til under de roligere Forhold før Krigen.

Som Depressionen skred frem, foregik der nu en Nedbringelse af det høje Renteniveau, fremkaldt af de sædvanlige Depressionsfænomener: Mangel paa Foretagsomhed og dermed Overflod paa ledige Penge. Overalt i Verden genfandt man denne Bevægelse mod lavere Rentesatser, tilmed i en endnu mere udpræget Grad end i London. Den gav sig her Udtryk i en Nedsættelse af Bank of Englands Diskonto til lavest  $2\frac{1}{2}$  pCt. i Tidsrummet fra 14. Maj til 23. Juli 1931. Naar man i Storbritannien ikke kom saa langt ned med Renteniveauet i den første Halvdel af 1931 som i flere andre Lande, maa dette tilskrives de særlige Forhold, der gjorde sig gældende for det britiske Pengemarked. Storbritanniens Betalingsbalance udviklede sig i ugunstig Retning, og hertil kom, at der Verden over begyndte at spire en Mistillid til Storbritanniens finansielle Stilling i al Almindelighed.

I det stille begyndte den Sterling-Mistillid at virke, som klart kom til Udbrud, da den internationale Finanskrisen blev sluppet løs i Centraleuropa i Forsommeren 1931. Med Udgangspunkt i Sammenbruddet i Wien, hvor Storbanken Oesterreichische Credit-Anstalt bukkede under og maatte overtages af den østrigske Forbundsstat, bredte der sig Verden over en Mistillid til Pengeanbringelse i al Almindelighed og til Anbringelse i Udlandet i Særdelshed. I Tiden forud for Sammenbruddet havde Bank of England under det latente Pres ikke været i Stand til at nedsætte sin Diskonto i samme Omfang som Verdens andre førende Seddelbanker, og Niveauet for Rentesatserne i London, der i sig selv var lavt, kom derfor i denne Periode til at ligge over Niveauet i andre vigtige Pengecentre. Senere da Sterling-Krisen var en Kendsgerning, bebrejdede man tilmed fra amerikansk Side Bank of England, at den havde holdt for lave Rentesatser i den første Halvdel af 1931, og at den ved at sætte Diskontoen op vilde have været i Stand til at afværge det Sammenbrud, som indtraadte i Løbet af August og September. Det synes dog, som om denne Kritik er uberettiget, idet selv voldsomme Diskontoforhøjelser vilde have været uden Virkning overfor de Kræfter, der førte til Storbritanniens Opgivelse af Guldfoden. Man maa modsat antage, at kraftige Diskontoforhøjelser vilde have virket foruroligende og snarere have fremskyndet end hæmmet Borttrækningen af Penge fra Londen.

Sterling-Krisen skabte en Afbrydelse i den Nedgang i Renten,

som havde gjort sig gældende siden Efteraaret 1929, og Bank of Englands Diskonto naaede paa den historiske 21. September 1931, da Guldfoden blev forladt, op paa 6 pCt. I den følgende Tid sank, som det vil erindres, Kurserne paa britiske Statspapirer i London om Kap med Pundets Dollarsværdi, og det var først omkring Nytaarstid 1932, at man sporede Tegn til et Omslag. Da dette Omslag klart kom til Udbrud, blev det til Gengæld af en overordentlig Kraft. Den 19. Februar 1932 kunde Bank of England foretage den første Diskontoned sættelse fra 6 til 5 pCt., og siden fulgte Slag i Slag Diskontoned sættelser til 2 pCt., hvilken sidste Sats naaedes den 30. Juni 1932, den samme Dag paa hvilken Finansminister Neville Chamberlain i Underhuset gjorde Rede for Konverteringen af 5 pCt. War Loan. Man var herved kommet ned paa den laveste Sats i de sidste 35 Aar. Det kan ikke bebrejdes Bank of England, at den har gennemført denne Serie af hastige Diskontoned sættelser for at lette Regeringens Konverteringstransaktioner, da de tekniske Forhold hver Gang, Diskontoen blev nedsat, var saaledes, at Nedsættelsen var fuldt ud forstaaelig. Kun den Omstændighed, at man valgte netop den 30. Juni — Kvartalets sidste Dag, der ellers ikke er nogen praktisk Diskontoændringsdag — til at gennemføre Nedsættelsen til 2 pCt., afslører det nøje Samarbejde med The Treasury.

Forinden Konverteringsvilkaarene omtales nærmere, vil det være rimeligt at betragte Størrelsen og Sammensætningen af den britiske Statsgæld, Bevægelserne i Gælden og Forrentningsudgifternes Betydning for Budgettet.

## 2. STORBRITANNIENS STATSGÆLD

Den 31. Marts 1932 var den samlede britiske Statsgæld 7,433,942,880 Lstr., men hertil maa lægges en Række Gældsforpligtelser af speciel Art, der holdes udenfor Gælden, ialt 214,007,146 Lstr., saaledes at Statens samlede Forpligtelser androg 7,647,950,026 Lstr. For en Ordens Skyld skal tilføjes, at Statens Beholdning af egne Værdipapirer var 123,462,951 Lstr., og man naar derved til, at Nettogælden den 31. Marts 1932 rundt regnet var  $7\frac{1}{2}$  Milliard Lstr. Der er i Aarene før Verdenskrisen gjort visse Anstrengelser for at faa Gælden nedbragt, og den egentlige Statsgæld er da ogsaa i Aarene fra 1920, da den kulminerede med 7,828,779,095 Lstr., nedbragt til det ovennævnte Beløb af 7,433,942,880 Lstr., altsaa med ca. 400,000,000 Lstr.

Disse store Anstrengelser er dog delvis gaaet tabt ved en Stigning i de Gældsforpligtelser, der holdes udenfor Statsgælden, og som i Tiden fra 1920 til 1932 er steget fra 46,862,866 Lstr. til 214,007,146 Lstr., altsaa med ca. 167,000,000 Lstr. Af denne Opgang falder ikke mindre end 115,000,000 Lstr. paa Midler, der er benyttet til Udlaan til den centrale Arbejdsløshedsfond, som under de sidste Kriseaar delvis har maattet tage sin Tilflugt til Laan hos Statskassen. Denne Fremgangsmaade er dog efter den finansielle Sanering i Efteraaret 1931 blevet bragt til Afslutning, og en fremtidig Nedbringelse af Statsgælden vil ikke blive neutraliseret ved Laaneoptagelse til Finansiering af Arbejdsløshedsforsikringen.

I Løbet af Finansaaret 1932—33 er den svævende Del af Gælden blevet stærkt forøget; men da de løbende Indtægters Tyngdepunkt ligger ved Finansaarets Slutning, er det endnu for tidligt at fastslaa, hvor stor den samlede britiske Statsgæld vil være den 31. Marts 1933. Sandsynligheden taler dog for, at Resultatet af Bevægelserne vil blive en ikke ubetydelig Gældsforøgelse.

Før Verdenskrigen kendte Storbritannien selv sagt som Verdens største Kapitaleksportør ikke Begrebet udenlandsk Statsgæld; men under Krigen blev der stiftet Krigsgæld i U. S. A. — det meste af denne Statsgæld er et Led i den saakaldte interallierede Gæld — og i Sterling-Krisens Dage blev der optaget Kreditter i U. S. A. og Frankrig. Disse sidste Kreditter var dog allerede delvis blevet tilbagebetalt den 31. Marts 1932. Som bekendt er de nu helt bragt ud af Verden. Pr. 31. Marts 1932 figurerede den samlede udenlandske Gæld med 1,090,836,656 Lstr., altsaa ca. en Syvendedel af den samlede Gæld. Heraf er 903,698,630 Lstr. det Laan, som under Krigen er ydet af De forenede Staters Regering, og som indgaar som et Led i den interallierede Gæld. En anden Post er 28,013,733 Lstr. 5½ pCt. 20-aarige amerikanske Statsobligationer, der forfalder 1937.

Den mest fremtrædende Post af den indenlandske Gæld er 5 pCt. War Loan 1929—47, der figurerer med 2,084,994,086 Lstr. den 31. Marts 1932. Den øvrige indenlandske Statsgæld fordeler sig paa en lang Række Laan, af hvilke den overvejende Del falder paa 4½ og 4 pCt. Satsen. Det enorme 5 pCt. War Loan er opstaaet i 1917 dels gennem en meget omfattende Emissionsvirksomhed i nævnte Aar, dels ved en Sammenlægning af nye Emissioner med tidligere Krigslaan.

### 3. RENTEBYRDEN

Ifølge det britiske Statsregnskab for Finansaaret 1. April 1931 til 31. Marts 1932 var den samlede Udgift til Forrentning og Administration af Statsgælden (altsaa uden Afdragsbetalinger) 289,492,214 Lstr. Dette Beløb udgør noget over en Tredjedel af Statens samlede Driftsudgifter i det paagældende Finansaar. Til Sammenligning skal anføres, at det tilsvarende Tal for Danmark for 1931—32 var ca. 64 Mill. Kr. Renteudgift (heri 5 Mill. Kr. Kurstab) af Driftsudgifter paa ca. 333 Mill. Kr., altsaa knap en Sjattedel af den samlede Driftsudgift til Forrentningen.

Den enorme Rentebyrde har efter Sagens Natur spillet en fremtrædende Rolle i britiske finansielle Overvejelser, og det er da ganske naturligt, at man under disse Overvejelser især har haft Opmærksomheden henledt paa den Besparelse, som en Konvertering af det mægtige 5 pCt. War Loan kunde indbringe.

I næsten tre Aar forud for Konverteringstidspunktet har den britiske Regering været berettiget til at opsigte 5 pCt. War Loan, og dette Forhold har selvfølgelig yderligere fremmet Interessen for Konverteringsplanen. Allerede i Efteraaret 1931 blev der i den særlige Finanslov, som den nationale Regering fik gennemført, vedtaget visse Bestemmelser til Forberedelse af Konverteringen, og Londons Kapitalmarked havde da ogsaa gennem nogen Tid indrettet sig paa Konverteringstransaktionen, der til en vis Grad var blevet foruddiskonteret, da Regeringen besluttede sig til at skride til Handling.

### 4. KONVERTERINGEN

Torsdag den 30. Juni 1932, samme Dato som Bank of England, som foran nævnt, nedsatte sin Diskonto fra  $2\frac{1}{2}$  til 2 pCt. blev Underhusets Forhandlinger afbrudt hen paa Aftenen — som det udtrykkeligt blev fremhævet: efter de amerikanske Børsers Forretningstid — og Finansminister Neville Chamberlain fik Ordet for at forelægge Konverteringsplanen. »Planerne om Konverteringen har ligget i Luften igennem længere Tid«, udtalte Finansministeren i sin Forelæggelsestale, »og dette har været naturligt, eftersom det i stigende Grad er blevet indlysende, at en 5 pCt. Rente for et saa stort Laan er en Afkastning, som er uden Forbindelse med de Laanevilkaar, der nu staar til den britiske Regerings Raadighed«. Denne store Laanemasse havde endvidere

efter Finansministerens Opfattelse hængt »som en tung Sky over Kapitalmarkedet«, og saa længe denne Sky ikke var hævet, var Vejen spærret for en Lempelse af Erhvervslivets Kreditvilkaar.

Der udkrævedes efter Prospektet for 5 pCt. War Loan en Opsigelsesfrist af tre Maaneder; men Regeringen havde for at fremskynde Konverteringstransaktionen valgt at henlægge Konverteringen til Juli Maaned og indrettet Vilkaarene for Konverteringen saaledes at Overgangstiden blev begrænset til kun een Maaned.

### 5. KONVERTERINGSVILKAARENE

Konverteringsvilkaarene gik ud paa, at Indehaverne af 5 pCt. War Loan pr. 1. December 1932 kunde faa ombyttet deres Obligationer med  $3\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer til samme paalydende Beløb som 5 pCt.-Obligationerne. Den første Kupon efter Rentefoden  $3\frac{1}{2}$  pCt. betales pr. 1. Juni 1933, og Renten pr. 1. December 1932 var altsaa endnu efter den højere Sats. Saafremt Obligations-ejerne inden Juli Maanedes Udgang gav Meddelelse om, at de modtog Konverteringstilbudet, fik de udbetalt en Kontantbonus paa 1 Lstr. pr. 100 Lstr. Obligationer. Konverteringen foregik saaledes reelt til Kurs 99. Den omtalte Kontantbonus blev udbetalt snarest efter Konverteringstilkendegivelsens Modtagelse.

Indehavere af 5 pCt. War Loan, der ikke ønskede at forblive i Laanet, skulde inden Udgangen af September give Bank of England Meddelelse om, at de ønskede Kontantindfrielse den 1. December 1932. Af de første Meddelelser om Laanet fremgik det, at den Gruppe af Obligationsejere, som overhovedet ikke lod høre fra sig, blev stillet, som om de stiltiende havde godkendt Konverteringen, saa at de fik  $3\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer uden Ret til Kontantbonus. De officielle Opgørelser om Konverteringsresultatet viser imidlertid, at man ikke har benyttet denne Fremgangsmaade, men ladet de Obligationsejere, som ikke havde tilkendegivet deres Standpunkt, ligestille med dem, der udtrykkeligt havde anmodet om Kontantindfrielse pr. 1. December. En saadan Fremgangsmaade maa da ogsaa siges at være mere fair end den først omtalte. Det fortjener at fremhæves, at der ikke var Adgang til Nytegning af  $3\frac{1}{2}$  pCt. War Loan.

Af særlige Vilkaar ved Konverteringen skal anføres, at Kontantbonus udbetaltes uden Fradrag af Indkomstskat ved Kilden. Renterne af det nye  $3\frac{1}{2}$  pCt. Laan udbetales — ganske som Renterne ved 5 pCt. Laanet — uden Fradrag af Indkomstskat. I Modsæt-

ning til, hvad der var Tilfældet med 5 pCt. War Loan kan Obligationer af  $3\frac{1}{2}$  pCt. Laanet ikke benyttes som Betaling ved Erlægelse af Arveafgift.

Medens 5 pCt. War Loan skulde amortiseres over Aarene 1929—1947, er det nye Laan uopsigeligt og uamortisabelt til den 1. December 1952. Efter denne Dato har Staten Ret til at tilbagebetale Laanet helt eller i Rater efter eget Valg, men der er ikke fastsat nogen Tidsgrænse for Tilbagebetalingen af Laanet, der ensidigt bestemmes af Staten. Det vil ses, at man har givet Ejerne af de nye Obligationer Beskyttelse mod Opsigelse i en Periode, der gaar 5 Aar ud over det Tidspunkt, hvor 5 pCt. Laanet skulde have været færdigamortiseret.

## 6. MARKEDSFORHOLDENE

Det er foran omtalt, hvorledes Kurserne paa de britiske Statspapirer i Sterling-Krisens første Tid faldt om Kap med Pundets Dollarsværdi, og da Pundværdien hen mod Slutningen af Aaret 1931 havde naaet en Bundkurs, der siden hen kun er blevet slaaet under Baissen forud for Gældsbetalingen til U. S. A. den 15. December 1932, var britiske Statspapirer Genstand for en Vurdering, der baade paa Baggrund af de Kurser, der er noteret før og efter denne Periode, nok kan betegnes som usædvanlig. Papirer, der tidligere var blevet anset som Verdens fineste Anlægspapirer, og som atter i Dag har genvundet dette Ry, blev solgt til Underpriser, som kun kunde forklares ved en Panikvurdering af Storbritanniens finansielle Stilling.

Da de britiske Statsfinanser var blevet saneret ved Lord Snowdens andet Budget i Efteraaret 1931, og da en roligere Bedømmelse af Forholdene havde vundet Overhaand, kom Omslaget til en gunstigere Bedømmelse med voldsom Kraft. Medens Pengeforholdene i London forud for Sterling-Krisen, som omtalt, var præget af det latente Pres udefra, vendte Forholdet nu helt om, og foruden den Pengerigelighed, som naturligt kunde forklares ved den ringe Efterspørgsel efter likvide Midler fra det britiske Erhvervslivs Side kom den Pengerigelighed, der skyldtes Overflytning fra fremmede Pengemarkeder til London. Ikke mindst under Indtryk af Sterling-Haussen søgte mange udenlandske Penge til London i Forsommeren 1932.

Som et Eksempel paa Obligationskursernes Bevægelser skal anføres Kursen paa 4 pCt. Funding Loan 1960—90, et Papir, som

altid har haft Udlandets Interesse. Dette Papir naaede i Efteraaret 1931 en Minimumskurs paa 78, men steg i Løbet af første Halvdel af 1932 op over pari. Den 29. Juni, altsaa Dagen før Konverteringsplanens Fremkomst, var Kursen 104, og som et Udtryk for Bevægelsens Fart skal anføres, at alene denne ene Dag bragte en Opgang paa  $1\frac{2}{3}$ . Den effektive Rente var paa dette Niveau raat beregnet 3,846, og naar Hensyn tages til Amortisationen 3,8 pCt.  $3\frac{1}{2}$  pCt. Conversion Loan 1961 ff. naaede i 1931 ned paa 67. Kursen den 29. Juni 1932 var 94 med en Opgang for denne Dag paa  $2\frac{1}{2}$  pCt. Den effektive Rente var hermed 3,721 pCt.

Det nye  $3\frac{1}{2}$  pCt. Konverteringslaan, der reelt udbødes til en Kurs af 99, gav, naar det betragtes som et uamortisabelt Laan, en effektiv Rente paa ca. 3,54 pCt., og det vil heraf ses, at man ikke har været betænkelig ved at vælge Vilkaar, der med et mildt Udtryk kan betegnes som liggende i Underkanten af de forud for Konverteringen herskende øjeblikkelig Markedsvilkaar. Det maa formentlig siges at være naturligt, at en Konverteringsoperation i sig selv benyttes som Løftestang for Kurserne; men naar man i London har været i Stand til at give Udviklingen et saa kraftigt Stød fremefter, maa dette dels skyldes det enorme Omfang af de Pengemidler, man satte i Bevægelse, dels nationale Strømninger, der ikke lader sig maale med en almindelig forretningsmæssig Alen.

Allerede den Modtagelse, selve Konverteringen fik i Parlamentet, viste, at man betragtede Konverteringen som et Led i det nationale Genrejsningsarbejde paa det statsfinansielle Omraade, som var blevet indledet i Efteraaret 1931. Ikke alene blev Mr. Chamberlains Redegørelse hilst med demonstrativt Bifald, men ogsaa Oppositionens Ordfører, Mr. Lansbury af Arbejderpartiet, anbefalede Planen i begejstrede Vendinger. Denne Indledning fandt et voldsomt Ekko i Pressen, der i de følgende Dage bidrog væsentligt til at oparbejde den Stemning, som skabte Konverteringssuccessen. Ogsaa i den Skrivelse, som The Treasury sendte til alle Ejere af 5 pCt. Laanet, blev der appelleret til de nationale Følelser.

Foruden disse Forhold var der andre Momenter, som medvirkede til at skabe en Konverteringssucces. Det maa saaledes erindres, at Pengerigigheden i London i de foregaaende Maaneder var blevet kunstigt forstærket ved Tilstrømningen af de fremmede Penge, der vilde nyde godt af Pund-Hausen, og selv om



denne Faktors Indflydelse ikke lader sig maale, vil det dog være berettiget at paapege dens Medvirken. Et andet Forhold, som fortjener at fremhæves, er den Paavirkning af Kapitalmarkedet, som Finansministeriet iværksatte gennem en fuldstændig Lukning af Markedet for Emissioner af hvad Art nævnes kan. Alle disponible Pengemidler blev derved mobiliseret til direkte og indirekte at paavirke Markedsforholdene, og saa længe Konverteringen stod paa, var Kapitalmarkedet reelt lukket for Benyttelse af alle andre end den britiske Regering. Der maa her ses bort fra de Transaktioner, som kunde foretages ved Køb og Salg af fremmede Værdipapirer, der jo ikke var umuliggjorte, men enhver Henvendelse til Offentligheden, det være sig om friske Penge eller om Penge til Konvertering, var udelukket, saa længe den britiske Stat appellerede til Obligationsejerne om at anerkende Satsen  $3\frac{1}{2}$  som Norm for langvarig Kreditydelse til Storbritannien. Ifølge »Economist« var den samlede friske Kapital, som efterspurgtes af andre end den britiske Regering i Juli Kvartal 1932 i London alt i alt 500,000 Lstr. Denne Lukning af Kapitalmarkedet er kun efterhaanden blevet lempet, og det er et Spørgsmaal for sig, om de Restriktioner, der er gældende endnu ved Midten af Februar 1933 — bl. a. Forbudet mod fremmede Emissioner — overhovedet vil blive hævet i en overskuelig Tid. Denne Embargo overfor fremmede Laan og Londons Kapitalmarkeds Forhold til Ulandet i Fremtiden er imidlertid Spørgsmaal, som egner sig til selvstændig Behandling udenfor Rammerne af nærværende Artikel.

Under Indtryk af Konverteringen steg Kurserne paa britiske Statspapirer op over Niveauet for ultimo Juni, og navnlig i de sidste Dage af Juli, da Slutspurten blev taget, lykkedes det at drive Kurserne saaledes op, at den effektive Rente af britiske Statspapirer faldt ned til det ved Konverteringen fastsatte Maal. Den 27. Juli 1932 noteredes 4 pCt. Funding Loan saaledes i  $108\frac{3}{16}$ , svarende til en effektiv Rente af 3,51, og  $3\frac{1}{2}$  pCt. Conversion Loan i  $100\frac{1}{2}$  pCt., svarende til en effektiv Rente af 3,53. Efter den 1. August afsvækkedes Niveauet dog noget, og den 27. August noteredes  $3\frac{1}{2}$  pCt. Conversion Loan i  $98\frac{1}{2}$ .

Den 15. August 1932 udsendtes det første samlede Communiqué om Konverteringens Forløb. Konvertering med Kontantbonus beløb sig til henved 1.850,000,000 Lstr., heri ikke medregnet forsinket indkommende Henvendelser fra Ulandet. Henvendelserne om Kontantindfrielse forelaa samtidig for ialt 48,000,000

Lstr. Akcepterne udgjorde saaledes over 88 pCt. af den samlede Konverteringsmasse og Afslagene mindre end 3 pCt. Der resterede paa daværende Tidspunkt rundt regnet 190,000,000 Lstr., hvis Skæbne var uvis.

Den 1. Oktober kunde Bladene bringe den første samlede Opførelse, efter at Fristen for Fremsættelse af Krav om Kontantindfrielse var udløbet. Ifølge denne Meddelelse er der ialt omgivet et Beløb af 1,920,000,000 Lstr. 5 pCt. War Loan i  $3\frac{1}{2}$  pCt. Laan, saaledes at kun 165,000,000 Lstr. eller ca. 8 pCt. af det oprindelige Beløb skulde udbetales kontant pr. 1. December 1932.

## 7. DEN SAMLEDE GÆLDSOMLÆGNING

Foruden den omtalte store Konvertering af 5 pCt. War Loan gennemførtes i Løbet af 1932 enkelte mindre omfattende Konverteringstransaktioner. Det vil føre for vidt i Enkeltheder at redegøre for disse mindre Operationer, der førte til Udsendelse af Værdipapirer som 150,000,000 Lstr. 2 pCt. Treasury Bonds 1935—38 til pari Kurs (Transaktionen gennemførtes i Oktober) og 300,000,000 Lstr. 3 pCt. Conversion Loan 1948—53, til Kurs  $97\frac{1}{2}$ . Navnlig den sidste Emission, der gennemførtes i November og satte Kronen paa Værket, forekom London Kapitalmarked en Smule vel dyr.

I nedenstaaende Oversigt gives en samlets Redegørelse for alle Konverteringsoperationerne i 1932:

Laanets Navn pr. $\frac{30}{100}$ 1932:	I Omløb (i 1000 Lstr.)	Amortiseres		Rentefod	Aarlig Rente (i 1000 Lstr.)
		tidligst	senest		
War Loan.....	2,084,994	1929	1947	5	104,250
War Loan.....	12,804	1925	1945	$4\frac{1}{2}$	576
Treasury Bonds...	140,313	1932	1934	$4\frac{1}{2}$	6,314
Treasury Bonds...	14,076	1933	1933	$4\frac{1}{2}$	633
Treasury Bonds...	114,608	1933	1935	5	5,730
Ialt .....	2,366,795	—	—	—	117,503
pr. $\frac{1}{2}$ 1933:					
War Loan.....	1,920,000	1952	—	$3\frac{1}{2}$	67,200
Treasury Bonds...	150,000	1935	1938	2	3,000
Conversion Loan ..	300,000	1948	1953	3	9,000
Ialt .....	2,370,000	—	—	—	79,200

Det fremgaar af denne Oversigt, at ca. 2,4 Milliarder af den samlede britiske Statsgæld eller rundt regnet en Tredjedel har være i Bevægelse i Konverteringsoperationer i 1932. Den samlede

Rentebesparelse er ca. 37 Mill. Lstr. aarlig, men det maa herved erindres, at denne Besparelse er brutto, og at alene Konverteringen af 5 pCt. War Loan regnes at give en Mindreindtægt i Indkomstskat paa 7 Mill. Lstr.

I samme Omfang, som 5 pCt. War Loan har ligget paa udenlandske Hænder, er Rentebesparelsen identisk med en Besparelse for det britiske Samfund, men den er derudover — og det gælder om Størstedelen af Besparelsen — alene Udtryk for en Omfordeling af Indtægterne indenfor Storbritannien. Hvorledes denne Omfordeling vil virke, afhænger af, om Besparelsen anvendes til Skattelettelser eller til Imødegaelse af Udgifter, der ellers skulde have været dækket med nye Skatter.

Ved Bedømmelsen af Konverteringens Betydning for Indkomstforholdene i Storbritannien maa man erindre, at der ikke i Storbritannien, som i de andre europæiske Lande, der har deltaget i Verdenskrigen, er blevet foretaget en Nedsættelse af Gældsfordringerne ved en Valutaforringelse. Man har ikke alene ført Værdien af de Pengefordringer, som stiftedes under Krigen, op til det Niveau, paa hvilket de blev stiftet, men endogsaa ført dem et Stykke over dette Niveau. Det er ikke mindst Følelsen heraf, der har faaet de britiske Obligationsejere til at stille sig saa imødekommende overfor Statens Konverteringskrav.

En Sammenligning med andre Lande vil, som det ses af den foregaaende Fremstilling, ikke være mulig, da der i Storbritannien har gjort sig mange særlige Forhold gældende, som det vil være vanskeligt at finde Sidestykke til andetsteds. Det maa dog fremhæves, at Storbritannien kun i begrænset Omfang har gjort Brug af kunstige Foranstaltninger til Fremme af Konverteringen, jfr. Embargoen paa Londons Kapitalmarked, og at den frie Forbindelse med Omverdens Kapitalmarked er mulig. At den under de usikre internationale Finansforhold ikke har været benyttet af de engelske Kapitalejere i samme Omfang som det vilde have været Tilfældet under normale internationale Finansforhold er en anden Sag; men ogsaa her ligger et Bidrag til Forklaring af Konverteringens Sukces, der i væsentlig Grad maa tilskrives den enestaaende Præferencestilling, som britiske Statspapirer opnaede under den almindelige Mistillid overfor anden Form for Kapitalanbringelse.

En senere Artikel vil omhandle Konverteringens Virkninger paa Englands Kapitalmarked, Valutaforhold m. v.

---