

KAN OG BØR RENTESÆNKNINGEN VIDEREFØRES?

FOREDRAG I NATIONALØKONOMISK FORENING DEN 23. OKTBR. 1934

AF HOLGER KOED

DA jeg for kort Tid siden havde til Opgave paa en nordisk Kongres at give en Fremstilling af Konverterings- og Rente-lovgivningen i Danmark, havde jeg ventet i Motiver og Bilag til de Lovforslag, der har været fremlagt om dette Emne, at finde udførlige Begrundelser for de foreslaaede Foranstaltninger, Oversigter over deres sandsynlige samfundsmæssige Virkninger og Forklaring af de indviklede kreditforeningstekniske Forhold, der dannede Underlaget for Forslagenes Form.

Hvad jeg fandt, var imidlertid — bortset fra den Betænkning fra sagkyndige, der ligger til Grund for det sidst behandlede Forslag — ret intetsigende, hovedsagelig Gentagelse eller Omskrivning af Lovforslagenes Tekst, saaledes at jeg var henvist til selv at udfinde den økonomiske Tankegang, Forslagene maa antages at hvile paa; en besværlig Fremgangsmaade, der yderligere medfører Fare for Fejlslutninger og Misforstaaelser.

Naar man er fortrolig med de udførlige og sagligt opbyggede Motiver og Redegørelser, der sædvanlig ledsager svenske og norske Lovforslag, føler man sig endnu daarligere hjulpet med de fattige Kommentarer, der som oftest gives til vore egne. Som det er hændt mig før, fik jeg ogsaa ved denne Lejlighed underhaanden stillet Spørgsmaal om Grunden til, at de danske Lovforslags Motiver giver saa liden Besked. Nu ved jeg meget vel, at dette Spørgsmaal er forudset og behandlet i den paa Udenrigsministeriets Foranstaltning udgivne Haandbog: »Takt og Tone i den røde Bygning« eller »Hvorledes erhverver den unge Embedsmand en god Form?«. I dette apokryfe Skrift anbefales det at give følgende Besvarelse: »Min Herre! Ærlig talt! betyder Motiverne saa meget for et Forslags Skæbne? Er det ikke ganske andre Ting, der afgør, om et Forslag bliver til Lov eller ikke? Hvorfor da gøre sig Ulejlighed med Udarbejdelse af udførlige Motiver, der tilmed ved

deres eventuelle Svagheder maaske kan blive Udgangspunkt for Angreb fra Modstanderes Side? Vi danske er praktiske Folk, der ikke spilder Tiden med dybtgaaende Undersøgelser eller overflødige Begrundelser».

Jeg havde naturligvis dette ganske behændigt formede Svar i Tankerne; men da jeg skulde bruge det, vægrede mine Læber sig ved at udtale denne overfladiske Betragtning, og jeg fremmumlede i Stedet nogle høflige Beklagelser.

Jeg tror mig i Overensstemmelse med de tilstedeværende Nationaløkonomer og Erhvervsmænd saavel som med den Presse, der gennem sine økonomiske Tekstafdelinger bl. a. har til Opgave at give Offentligheden klar og saglig Orientering i fremsatte økonomiske Lovforslags Indhold og Betydning, naar jeg her rejser Kravet om, at økonomiske Lovforslag fremtidig bliver forsynet med grundige og udførlige Motiver. Jeg føler mig overbevist om, at en Imødekommelse af dette Ønske vil uddybe og befæste Interessen for Lovgivningsarbejdet i betydende Kredse.

Efter dette lille, men velmente, Apropos skal jeg gaa over til mit egentlige Emne, hvis Behandling falder i to Hoveddele, nemlig

- 1) en Oversigt over de hidtidige Bestræbelser for Sænkning af Renteniveauet i Danmark, givet i stærkt forenklet Form, og
- 2) en Behandling af nogle af de Overvejelser, der naturligt maa melde sig ved Afgørelsen af, om, og i bekræftende Fald hvorledes, Rentesænkningens bestræbelserne bør videreføres fra det Offentliges Side.

Den økonomiske Tilstand, vi i Mangel af bedre Betegnelse plejer at kalde Verdenskrisen, har i Danmark som i mange andre Lande tilspidset sig i to Hovedfænomener: Arbejdsløshed og Landbrugsvanskeligheder.

Bestræbelserne fra det Offentliges Side for at tilvejebringe et lavere Renteniveau har taget Sigte paa at bidrage til Afhjælpning af begge disse Onder. For Arbejdsløshedens Vedkommende med det Formaal gennem lavere Rente i Almindelighed at stimulere Foretagsomheden i Erhvervslivet, men dog i første Række med Henblik paa gennem det med en lav Rente i Samfundet følgende højere Kursniveau paa Obligationer at formindske Kurstabet ved Nybygningers Prioritering, idet Byggevirksomheden ikke blot direkte men ogsaa indirekte i særlig Grad er Forbruger af menneskeligt Arbejde.

Naar Spørgsmaalet om Rentesænkning i saa høj Grad er blevet

Dagens Emne i Danmark, skyldes dette dog aldeles overvejende Hensynet til Landbrugets Vanskeligheder. Landbrugets Talsmænd krævede i Krisens Begyndelse ret ensidigt Tilpasning, hvormed navnlig mentes, dels at Landbrugets Ejendomsskatter og Arbejdsløn skulde bringes ned, dels at Arbejdslønnen i det øvrige Samfund skulde sænkes, saaledes at de Varer, Landbruget nødvendigtvis maatte afkøbe det øvrige Samfund, kunde bringes ned i samme Prisniveau som Landbrugets Produkter.

Heri skete der for et Par Aar siden et tydeligt Omslag, og Kravet om Nedbringelse af de faste Ydelser til den saakaldte passive Kapital traadte afgjort i Forgrunden som et Middel til at lette Landbrugets Drift. Man kunde maaske kort udtrykke Tendensen saaledes, at Landbruget, efter forgæves at have søgt at lempe en Del af sin Byrde over paa den tungt bevægelige Arbejdsløn, nu vendte sig med denne Hensigt mod Kapitalen, og hertil krævede det Lovgivningsmagts Hjælp. Denne Vending fuldbyrdedes ved det saakaldte Kriseforlig mellem Arbejdere og Bønder i Januar 1933, og derfra daterer sig i alt væsentligt Rentelovgivningen i Danmark.

Landbrugets samlede Gæld anslaaes (1931) til ca. $4\frac{1}{2}$ Milliard Kr.¹⁾ Af Gælden regnes ca. $\frac{1}{2}$ Milliard at være løs Gæld, medens henved 4 Milliarder Kr. repræsenterer Landbrugets Pantegæld. Af denne Pantegæld er over Halvdelen stiftet gennem Kredit- og Hypothekforeninger.

Disse Realkreditinstituter, hvis Betydning navnlig for Landbruget vanskeligt kan overvurderes, har i deres Ophugning visse Svagheder, der særlig træder frem under en voldsom og langvarig Krise. En Hovedsvaghed ligger i, at Foreningerne styres af Laantagerne, hvorved disses Interesse i høje Laan let bliver dominerende over Sikkerhedshensynet. Selv om der er sat en Laanegrænse ved henholdsvis 60 og 75 pCt. af Værdien, kan høje Laan jo alligevel opnaas, blot Vurderingssummen, hvorefter Procenten beregnes, sættes tilstrækkeligt højt. Hertil kommer, at Direktørerne sædvanlig vælges paa kort Aaremaal, og derfor er svage overfor deres Vælgeres Krav om høje Laan. Og det solidariske

¹⁾ Jfr. Knud Korst: Landbrugets Gældskrise, pag. 8. Efter at nærværende var skrevet, er jeg blevet opmærksom paa, at S. Hartogsohn (»Landbrugets Gældssanering« i Nord. adm. Tidsskr.) kun regner med 4,2 Milliarder Kr., og efter Fradrag af Aktiver udenfor Landejendommene kun 3,8 Milliarder Kr. Begge Beregninger er dog ret usikre, og ingen af dem gør Krav paa Nøjagtighed.

Ansvar, der er saa betydningsfuldt, naar det blot drejer sig om nogle enkelte Medlemmers Svigten, bliver uigennemførligt i Praksis, naar Vanskelighederne rammer en betydelig Del af Medlemmerne samtidig, ja bidrager vel snarere til at forøge Vanskelighederne.

Efter at Landbrugets Forrentningsevne i 1932 havde naaet et Lavpunkt, fremkom der mange Forslag og Planer om en Lettelse af dets Rentebyrder. En betydelig Rolle i Diskussionen spillede Forslaget om at ændre Kredit- og Hypothekforeningsvæsenet saaledes, at Renten, i Stedet for at udgøre faste Satser, skulde variere med Konjunkturerne, hvorved man altsaa vilde gøre Kasseobligationsejerne til en Slags Aktionærer i A/S Danmarks Landbrug. Tanken har kun faaet praktisk Betydning, for saa vidt angaar Renten af de Beløb, Staten har udlånt til Oprettelse af Husmandsbrug, idet man ved en Lov af 25. Marts 1933 gav Statshusmændene Valget mellem enten at beholde deres hidtidige Rentevilkår eller lade Rentebeløbet omregne til Smør, Flæsk og Byg ($\frac{1}{3}$ af hver Vare) paa Basis af Gennemsnitsprisen for disse Varer i Femaaret 1926—30, og saaledes at Rentebeløbet derefter skal variere med disse Varers Prisbevægelser, dog kun indenfor et Spillerum af 50 pCt. til hver Side af de hidtidige Rentebeløb. Denne Lov er blevet ret stærkt benyttet og har haft betydelig Virkning indenfor sit Omraade.

Da en saa væsentlig Del af Landbrugets Gæld skyldes gennem Kredit- og Hypothekforeninger, rettedes Tanken naturligt mod en Nedsættelse af Landbrugets Byrder ved en Nedsættelse af Terminsydelserne gennem disse Foreninger og dette først og fremmest ved en Konvertering af Laanene til en lavere Rentefod i Lighed med de i Slutningen af forrige Aarhundrede gennemførte Konverteringer. Selv om Nationalbankens Diskonto, der i de kritiske Dage i September 1931 var kommet op paa 6 pCt., efterhaanden var nedsat til $3\frac{1}{2}$ pCt., var denne Nedsættelse ikke trængt igennem, og den sædvanlige Konverteringsvej — Opsigelse af Obligationerne til Ombytning med lavere forrentede Obligationer eller kontant Udbetaling til pari — var ikke uden videre farbar.

For straks at muliggøre en Lettelse af Debitorernes Ydelser nøjedes man derfor med ved Lov af 29. April 1933 at tilvejebringe legale Betingelser for, at Amortisationstiden for Kreditforeningslaan uden Samtykke fra efterstaaende Panthavere kan udstrækkes over et længere Aaremaal end oprindeligt fastsat, enten ved Konvertering, ved Overførelse til ny Serie eller ved Omskrivning

af Restgælden til ny Hovedstol, en Lov, der dog ikke fik større praktisk Betydning.

Ved Lov af 1. Maj 1933, den saakaldte Rentelov, skred man imidlertid til et direkte Indgreb i Renteforholdene med det Formaål at presse Rentefoden i Banker og Sparekasser ned for derved at skabe udvidet Efterspørgsel efter Obligationer og derved stimulere disses Kurs.

Ved Loven fastsattes der Maksimalrente-Satser for Indskud i Banker og Sparekasser, saaledes at der for Indskud for Anfordring eller med kortere Opsigelsesfrist end 3 Maaneder højst maa svares 3 pCt. p. a. og for Indskud med længere Opsigelsesvarsel højst $3\frac{1}{2}$ pCt. p. a. Om Udlaansrenten bestemmer Loven, at det paa-hviler Banker og Sparekasser effektivt at nedsætte Renten af deres Udlaan mindst i samme Omfang, som Indlaansrenten i Medfør af Loven formindskes. Det blev paalagt Pengeinstitutterne hvert Kvartal at give Indberetning om Omfanget af Rentenedsættelserne for Indlaan og Udlaan.

Der blev saaledes fastsat ensartede Maksimalrente-Satser for Indlaan for hele Landet, uanset at Indlaansrenten i Provinsen sædvanemæssigt laa ca. 1 pCt. højere end i Hovedstaden, og dette vakte ikke ringe Misfornøjelse hos Provinsens Pengeinstituter, der frygtede for ikke vedblivende at kunne holde deres Indlaan, naar de ikke som hidtil kunde yde en højere Rente end Hovedstaden. Forholdenes Udvikling gav dog ikke denne Frygt Medhold.

Gennemførelsen af denne meget summarisk affattede Lov og Kontrollen med dens Overholdelse blev overladt til Administrationen, der her stilledes overfor en ny og vanskelig Opgave. Dels blev Loven gennemført inde i et Regnskabsaar og endda ikke ved Begyndelsen af et Kvartal, dels er jo navnlig i Bankerne saavel Indlaan som Udlaan stærkt varierende Størrelser. At fastslaa Indlaansrentens Nedsættelse som Følge af Loven i et vist Tidsrum og Udlaansrentens Nedsættelse i samme Tidsrum, var saaledes ikke nogen let Opgave. Det vilde imidlertid føre for vidt ind i Enkeltheder her nærmere at redegøre for, hvorledes denne Opgave er løst.

For Udlaansrentens Vedkommende krævede Loven som nævnt blot, at hele det ved Indlaansrentens Nedsættelse til Maksimalrente-Satserne sparede Udgiftsbeløb for hvert enkelt Pengeinstitut blev anvendt til Nedsættelse af Udlaansrenten. Det blev overladt til Pengeinstitutterne selv at fordele Rentenedsættelsen mellem deres Debitorer, og det blev yderligere bestemt, at Nedsættelsen for-

trinsvis kunde ske for saadanne Laan, hvor en Rentelettelse skønnedes særlig paakrævet eller samfundsmæssig gavnlig, en Bestemmelse, der med Rette er blevet kritiseret, idet den aabner Adgang til at medregne i Rentenedsættelserne saadanne Rentebeløb, der ellers vilde blive betragtet som uerholdelige og derfor ikke taget til Indtægt.

Det er kun Indlaansrentens Nedsættelse til Maksimalrentesatserne, der kræves anvendt til Nedsættelse af Udlaansrenten, medens den yderligere — frivillige — Nedsættelse af Indlaansrenten, der navnlig fremkommer i visse Banker som Følge af Opretholdelsen af den sædvanlige Renteforskel mellem de forskellige Kategorier af Indlaansmidler, ikke kræves anvendt paa denne Maade, men altsaa lovligt kan forøge Bankens egen Fortjeneste.

De fleste Pengeinstituter har foretaget Nedsættelsen af Udlaansrenten ret ligeligt, og med et samlet Beløb, der beregnedes nogenlunde at svare til Indlaansrentens Nedsættelse, dog saaledes, at mange ved Aarets Udgang har haft et ikke anvendt Beløb tilbage, som de saa har fordelt paa Debitorer, hvis Forhold gjorde yderligere Nedsættelse ønskelig.

Resultatet af de 8 Maaneder, der var forløbet ved Udgangen af 1933, var for Bankerne som Helhed, at Nedsættelsen af Indlaansrenten til Maksimalrentesatserne androg ca. $7\frac{1}{2}$ Mill. Kr., og at Udlaansrenten var nedsat med ca. 100.000 Kr. mere, hvilket Beløb dog opløste sig saaledes, at Halvdelen af Bankerne endnu havde ufordelt ca. 200.000 Kr., altsaa et forholdsvis ringe Beløb, medens den anden Halvdel af Bankerne havde nedsat Udlaansrenten med 300.000 Kr. mere end krævet ifølge Loven.

For Sparekassernes Vedkommende kan den aarlige Rentenedsættelse anslaaes til ca. 18 Mill. Kr.

Med Hensyn til Rentesatserne vil dette sige, at Renteloven har medført en Nedsættelse af Udlaansrenten saavel i Banker som Sparekasser paa gennemsnitlig ca. 1 pCt., medens Indlaansrenten i Sparekasser er nedsat med ca. 0,9 pCt. og i Bankerne udenfor Hovedstaden med ca. 1 pCt., medens Indlaansrenten i Hovedstadsbankerne, hvor den i Forvejen laa lavt, kun er nedsat med ca. 0,6 pCt.

Rentenedsættelsen for et Aar vil for Bankerne, naar Hensyn tages til den fulde Nedsættelse for Indlaanene (altsaa ogsaa Nedsættelser under Maksimalsatserne), til senere Nedsættelser af Udlaansrenten og til den skete Stigning i Indlaan og Udlaan, kunne

beregnes til rundt regnet 18 Mill. Kr. for Indlaansrentens Vedkommende og ligeledes 18 Mill. Kr. for Udlaansrentens Vedkommende.

For Bankernes Vedkommende giver Indberetningerne i Henhold til Renteloven Materiale til en rationelt beregnet Rentestatistik ved hvert Kvartals Udgang, og da Indberetningerne skelner mellem Hovedsæder og Filialer, kan der tilvejebringes en Statistik over Renteforholdene i hver af Landets Hoveddele. En saadan Statistik for Tiden indtil 31. Marts 1934 indeholdes i Banktilsynets Beretning for Aaret 1933.

Det maa anses for særdeles værdifuldt, at der i en Tid, hvor Rente-Problemet er brændende og paakalder Lovgivningsmagtens Opmærksomhed, har kunnet tilvejebringes en virkelig Oversigt over den effektive Rente i Bankerne. Loven udløber med Udgangen af 1934, med alt tyder paa, at den vil blive forlænget.

Hensigten fra Lovgivningsmagtens Side med denne Rentesækning i Pengeinstitutterne har øjensynlig været, at Pengene i Stedet for at gaa til Banker og Sparekasser skulde anvendes til Køb af Obligationer, hvorved den for Konverteringens Gennemførelse ønskede Kursstigning skulde fremkomme. Dette kunde imidlertid atter føre til, at Pengeinstitutterne, for at imødekomme Indskydernes Krav, maatte realisere af deres Obligationsbeholdninger, hvilket vilde forøge Udbudet og hæmme Stigningen. Meget konsekvent oprettedes da ved Renteloven den saakaldte Krisefond, der financieredes af Nationalbanken mod Sikkerhed i Skatkammerbeviser. Fonden blev udstyret med 6 forskellige Opgaver, hvoraf dog nogle blev uden Betydning og derfor skal lades uomtalt. Først og fremmest skulde Fonden kunne yde Laan paa indtil 5 Aar til Pengeinstituter, der ventedes at blive illikvide gennem Udtræk som Følge af Renteloven. Dernæst skulde Fonden kunne opkøbe Kasseobligationer, og endvidere skulde Fonden financiere Kreditforeningernes Henstandsytelser mod Sikkerhed i den laantagende Series hele Aktivmasse.

Man ventede Udtræk af Pengeinstitutterne, men det skulde gaa helt anderledes. Indskudene steg fremdeles, navnlig i Bankerne, idet den almindelige økonomiske Usikkerhed gjorde det kapitalanbringende Publikum tøvende overfor direkte Anbringelser. Da Muligheden for Udlaan til Erhvervslivet mod antagelig Sikkerhed var meget ringe, fremkom der en stærk Forøgelse af Bankernes Kassebeholdninger, som tildels afsatte sig i et beskedent Opkøb af Obligationer. Ogsaa Nationalbanken, der den 1. Juni havde nedsat sin Diskonto til 3 pCt. og den 30. November til 2½ pCt.,

forøgede sin Obligationsbeholdning noget. Krisefonden holdt sig indtil Udgangen af 1933 ret passiv. Obligationskursen var i Stigning, men Kursudviklingen var usikker og stærkt paavirkelig af mere eller mindre begrundede Forlydender.

De i September 1933 forelagte, men ikke gennemførte, Konverteringsforslag skal nævnes, fordi de i Princippet var Udtryk for en rationel Betragtning, idet de tilsigtede ved en Skat (10 pCt.) paa Rente og Udbytte af de eksisterende Pengeanbringelser at bringe disse paa Linie med de nye lavtforrentede Obligationer.

Først ved Lov af 16. December 1933 gjorde Lovgivningsmagten et nyt Fremstød, der tilsigtede en individuel Konvertering ned til 4 pCt. af Obligationer med nom. Rente af 5 pCt. og $4\frac{1}{2}$ pCt., idet Loven standsede Kredittforeningernes Udlaan i alle 5 og $4\frac{1}{2}$ pCt.s Serier og aabnede de enkelte Debitorer i disse Serier Adgang til uden Samtykke fra efterstaaende Panthavere at ombytte deres Laan med 4 pCt.s Laan og saaledes, at de nye Laan kunde overstige de gamle indfrie med

1) Kursforskellen mellem Kasseobligationerne, der indkøbtes til Indfrielse af de gamle Laan, og de nye 4 pCt. Kasseobligationer.

2) Terminsydelser paa de gamle Laan i Landbrugsejendomme, med hvilke der er givet Henstand ifølge den derom gældende Lovgivning.

3) En samtidig paalagt Konverteringsafgift til Statskassen paa $1\frac{1}{4}$ pCt., fra hvilken dog Landbrugsejendomme er undtagne.

4) Reservefondsindskud og eventuelle Omkostninger, alt dog kun i det Omfang, at Terminsydelserne af det nye Laan ikke derved maatte komme til at overstige Terminsydelserne paa det gamle Laan, omskrevet til ny Hovedstol.

Naar man paalagde Byejeendomme en særlig Konverteringsafgift, skyldtes det, at disse, der ikke som Landbruget havde Hjælp behov, men tværtimod var inde i en Værdistigning, ikke burde tjene ved Konverteringen.

Det var altsaa ikke nogen almindelig Konvertering, der her ved indlededes, men hver enkelt Debitor, der ønskede at konvertere, maatte teoretisk opkøbe de gamle 5 og $4\frac{1}{2}$ pCt.s Kasseobligationer til Markedets Kurs, indfri det gamle Laan dermed, optage et nyt større 4 pCt. Laan og realisere disse nye Obligationer paa Markedet.

I Praksis sker dog naturligvis disse Operationer under eet gennem Pengeinstitutterne efter en forud lagt Beregning. Naar denne ejendommelige, langvarige Konverteringsform valgtes, skyldtes

det sikkert forskellige Aarsager, hvoraf kan nævnes, dels at man mente derved at kunne gennemføre Konverteringen til lavere Kurser end pari, dels at der for en Del 5 pCt. Serier ved Udstedelsen var givet Tilsagn om, at de ikke skulde kunne konverteres, dels maaske Hensynet til dobbeltmøntede Obligationer, der delvis laa paa udenlandske Hænder, og hvis eventuelle Indfrielse med Kontanter maatte give valutamæssige Betæneligheder.

Til Støtte for denne Konverterings Gennemførelse traf man Aftaler med Nationalbanken, Banker og Sparekasser, Forsikringsselskaber og Overformynderiet, hvorved de stillede deres Beholdninger af 5 pCt. og $4\frac{1}{2}$ pCt. Kasseobligationer til Raadighed til Ombytning med nye 4 pCt. Obligationer mod en Konverteringsgodtgørelse paa 2 pCt. Yderligere fortsatte Nationalbanken med sin Støtte til Obligationerne, og Krisefonden satte ind med et stigende Opkøb.

De praktiske Bestræbelser for Konverteringens Gennemførelse sattes i første Række ind overfor de 6 saakaldte rene Landkreditforeninger, d. v. s. Kreditforeninger, der udelukkende giver Laan i Landbrugsejendomme. Disse 6 Kreditforeningers Kasseobligationer af 5 pCt. og $4\frac{1}{2}$ pCt. Serier andrager ca. $1\frac{1}{2}$ Milliard Kr. (væsentligst $4\frac{1}{2}$ pCt. Obligationer), hvoraf $\frac{1}{2}$ Milliard laa i Pengeinstitutterne til Ombytning, medens altsaa Resten, 1 Milliard Kr., maa opkøbes i det aabne Marked.

Medens Kursspændingen for hver $\frac{1}{2}$ pCt.s Renteforskel sædvanlig i aabne Serier andrager 6—8 pCt., har Krisefonden givet Tilsagn om at holde en Kursspænding mellem de nye 4 pCt. Obligationer og $4\frac{1}{2}$ pCt. Obligationer i aabne Serier paa 2 pCt., hvilket vel maa medføre, at Krisefonden, hvis Markedet har en højere Kursspænding end 2 pCt., maa optage de nye Obligationer indtil videre.

Den Rentelettelse, der kan opnaas for Debitorerne for de 6 Landkreditforeningers Vedkommende, andrager aarlig ca. $8\frac{1}{2}$ Mill. Kr., men rent øjeblikkelig giver Restancernes Inddragelse under de nye Laan og Omskrivning til ny Hovedstol en betydelig større Lettelse af Byrderne, men Gældens Hovedstol forøges jo samtidigt.

Krisefonden har i 1934 forøget sin Obligationsbeholdning med ca. 135 Mill. Kr. og Nationalbanken med ca. 25 Mill. Kr.

Indtil Juni Termin 1934 er der indenfor samtlige Kreditforeninger ved den individuelle Konvertering konverteret noget over 400 Mill. Kr. (en senere Opgørelse angiver ca. 500 Mill. Kr.) og

heraf $\frac{3}{10}$ i de 6 Landkreditforeninger. Til Sammenligning tjener, at Restgælden i samtlige $4\frac{1}{2}$ og 5 pCt. Serier i Kreditforeningerne andrager $3\frac{1}{4}$ Milliard Kr.¹⁾, hvoraf de 6 Landkreditforeninger som nævnt $1\frac{1}{2}$ Milliard Kr. Selve den gennemførte Rentelettelse er altsaa kun ca. 3 Mill. Kr. aarlig.

Det er saaledes ikke meget, der hidtil er opnaaet gennem denne ejendommelige Konverteringsform, hvis væsentligste Ulempe ligger i, at det kapitalanbringende Publikum, der følger sig desorienteret, ikke har den fornødne Tillid til Konverteringens Gennemførelse og derfor holder sig tilbage fra at anbringe Penge i et Kursniveau, der for Tiden føles som opskruet. Man foretrækker at vente indtil Forholdene er afklarede, d. v. s. til Konverteringen enten er opgivet eller gennemført. Derimod har Aktiemarkedet optaget en Del af de ledige Penge, og Kursniveauet for Aktier er, dels af denne Aarsag, dels paa Grund af Industriens beskyttede Stilling, i Løbet af et Par Aar steget med ca. 50 pCt.²⁾.

Paa Grundlag af en sagkyndig Kommissions Betænkning blev der da i Sommer af Regeringen fremsat et Lovforslag, der tog Sigte paa en almindelig Konvertering af alle $4\frac{1}{2}$ og 5 pCt. Kredit- og Hypothekforeningsobligationer. Selv om dette Forslag som bekendt ikke blev gennemført, vil det dog sikkert være af Interesse at opridse dets Hovedpunkter, som var følgende:

1) Indenrigsministeren skulde kunne paalægge Kredit- og Hypothekforeningerne at opsiges deres $4\frac{1}{2}$ og 5 pCt. Kasseobligationer til Indfrielse eller Ombytning efter Kreditors Valg med 4 pCt. Obligationer mod en Konverteringspræmie paa 2 pCt. for $4\frac{1}{2}$ pCt. Obligationerne og 4 pCt. for 5 pCt. Obligationerne. Konverteringspræmien skulde ydes af Laantagerne enten ved Nedsættelse af Foreningens Reservefond eller ved Opkrævning i Løbet af 6 Aar, saaledes at Afdragene blev tilsvarende nedsat.

2) Til Sikring af Landbrugsejendommenes Rentabilitet og dermed Tilliden til Obligationerne, foresloges det at give Ejere af Landbrugsejendomme et Rentetilskud paa 1,3 pCt. for alle Laan hos Kreditforeninger og alle bestaaende Laan hos Hypothekforeninger og Pengeinstituter, for saa vidt disse sidste Laan er pantsikrede indenfor Ejendomsskylden. I Rentetilskudsbeløbet skulde

¹⁾ Beregnet paa Grundlag af Oplysninger (fra Tiden inden Konverteringens Paabegyndelse) i Greens Fonds og Aktier (19^{34/35}). Af Beløbet vedrører dog ca. 140 Mill. Kr. Komm. Krdf. og Ind. Krdf.

²⁾ Stat. Dep.s Index for Aktiekurser steg fra 66 i Apr. 1932 til 100 i Sept. 1934 (Basis: 1. Juli 1914).

der dog gøres visse Fradrag under Hensyn til Ejerens Nettoformue og Indtægt. Rentetilskudet, der skulde gives for 5 Aar, kunde ikke overstige de 1,3 pCt., men skulde falde i det Omfang, Landbrugets Forrentningsprocent maatte stige.

3) I de kommende 4 Aar skulde Renten af Pantegæld i Landbrugsejendomme (bortset fra Kredit- og Hypothekforeningssgæld) nedsættes til 4 pCt. af Gæld sikret indenfor 60 pCt. af Ejendoms-skylden og til $4\frac{1}{2}$ pCt. af anden Gæld.

4) Henstandslaan (ogsaa i 3, $3\frac{1}{2}$ og 4 pCt. Serier) skulde omskrives til Tillægslaan.

5) Kredit- og Hypothekforeningernes Adgang til at give nye Laan skulde begrænses stærkt i Laanets Løbetid.

6) Maksimalrentesatserne for Indskud i Banker og Sparekasser m. v. skulde sænkes med $\frac{1}{2}$ pCt. til henholdsvis 3 og $2\frac{1}{2}$ pCt. og for Checkkonti skulde der fastsættes en særlig Maksimalrente paa 2 pCt. Provenuet af denne yderligere Rentenedsættelse skulde dog efter Forslaget ikke som tidligere fordeles blandt vedkommende Pengeinstitutters egne Debitorer, men skulde sammen med visse andre Beløb indbetales til Krisefonden til Afholdelse af Rentellettelsen til Landbruget.

7) Konverteringsafgiften af Byejeendomme skulde forhøjes til 3 pCt.

8) Af Aktieudbytte skulde der svares en Afgift paa fra 4—10 pCt. efter Udbyttets Størrelse.

9) Der skulde paalægges Mejerier og Slagterier en Produktionsafgift paa 2 promille.

Disse 3 sidste Afgifter foresloges sammen med Provenuet af Rentenedsættelsen i Pengeinstitutterne anvendte til det omtalte Rentetilskud til Landbruget. De større Pengeinstituter havde givet Tilsagn om at deltage i Krisefondens Risiko med en meget betydelig Andel.

Forslaget er rationelt opbygget, for saa vidt som det tilsigter en almindelig Konvertering, tilvejebringer Vilkaar for dens effektive Gennemførelse ved, at der samtidig gøres Indgreb i Rente og Udbytte af andre Pengeanbringelser, hvorved de nye 4 pCt. Obligationer skal gøres rentemæssigt tiltrækkende, saaledes at Obligationsejerne foretrækker Ombytning med Konverteringspræmie fremfor at kræve Kontanter til anden Anbringelse (Indskud i Pengeinstituter, Aktier, private Panteobligationer, faste Ejendomme). Endelig søgte Forslaget at underbygge Tilliden til Landbrugets Forrentningsevne og dermed til Kasseobligationerne gen-

nem Rentetilskudet. Den siden Forslagets Fremsættelse stærkt forbedrede Landbrugskonjunktur har gjort denne Side af Forslaget mindre paakrævet, i hvert Fald for Tiden. Forslagets væsentligste Mangel er, at det ikke blev gennemført straks, da man for halvandet Aar siden paabegyndte Rentesænkningens bestræbelserne.

Efter fremkomne Meddelelser forberedes der nu et nyt Lovforslag om Konverteringens Gennemførelse.

Jeg har givet dette Rids af Hovedpunkterne i Rentesænkningens Historie, ikke for at opvække nogen Diskussion om Fortidens Fejlgreb eller om, hvem disse skyldes — dette kan trygt overlades til Fagpolitikerne — men for at skitsere Baggrunden for den øjeblikkelige Situation, en Baggrund, der ikke kan forudsættes at være alle præsent. Det vil sikkert være mest frugtbart at drøfte Spørgsmaalet ud fra en positiv Indstilling og undersøge de Muligheder, den nuværende Situation indebærer, og Vilkaar for og Virkninger af eventuelle yderligere Indgreb, saaledes at Fortiden kun inddrages i det Omfang, de vundne Erfaringer kan bidrage til Sagens Belysning.

Ved Behandling af dette som af andre økonomisk-politiske Spørgsmaal gør man sikkert vel i først at gøre sig klart, at det Samfund, vi lever i, ikke i sin Struktur er opbygget efter et enkelt Princip. Det er ikke et rent liberalistisk eller et rent planøkonomisk Samfund, men et Samfund i Overgangstilstand, hvori meget vigtige Funktioner er bestemt af Statens ordnende Haand, medens andre vigtige Omraader er overladt privat Virksomhed i mere eller mindre fri Konkurrence eller Monopoltilstand, alt under en Retsorden, der fra gammel Tid i sine Principper hviler i Liberalismens Synspunkter. Man bør derfor vogte sig noget for ved Behandling af et reelt Spørgsmaal som det foreliggende at henfalde til de sædvanlige Deduktioner ud fra enkle Forudsætninger, idet en saadan Tankegang let vil føre til Resultater, der ikke holder overfor Virkelighedens Prøvesten.

Hvad angaar selve Renten, maa vi fremdeles regne med, at den anvendes som Maalestok ved Anbringelsen af den samfundsmæssige Opsparing som Investering i Erhvervsvirksomhed. Her er Spørgsmaalet om tilstedeværende eller forventet Rentabilitet det aldeles overvejende, omend man ikke maa være blind for, at andre Hensyn i enkelte Tilfælde kan dominere over Rentabilitetssynspunktet.

Det er bemærkelsesværdigt, at det Offentlige i de senere Aar i meget betydeligt Omfang er blevet Risikobærer for Laan og Kreditter, som det privat organiserede Kreditvæsen ikke har ønsket at yde paa egen Risiko. Begrundelsen for, at det offentlige er gaaet ind i saadanne Garantier, kan være af forskellig Art, i mange Tilfælde ligger Begrundelsen sikkert i, at en Anbringelse, der privatøkonomisk er tvivlsom eller dog mindre tiltrækkende end andre Anbringelser, ud fra et Samfundssynspunkt meget vel kan tænkes at være fordelagtig i Betragtning af de samfundsmæssige Omkostninger, f. Eks. til Arbejdsløshedsunderstøttelse, der spares ved Financiering af arbejdsskabende Virksomhed. Selv under et helt eller delvis socialiseret Kreditvæsen maa dog Forrentningshensynet antages at blive det dominerende Kriterium for Opsparings Placering.

En væsentlig Forudsætning for et offentligt Indgreb i Renteniveauet i Danmark er til Stede, idet Landet for Tiden udgør en afsluttet økonomisk Enhed, saaledes at Rentepolitikken kan tilrettelægges uden Hensyn til Renten i Udlandet, idet Kapitalbevægelser over Grænsen er afskaaret. Under disse Forhold kan man ad Lovgivningens Vej tilrettelægge Renteniveauet, alene efter Hensyn til Landets indre Forhold, dets Opsparing og dets Efterspørgsel efter Kapital til Produktionen. En saadan autonom Tilrettelæggelse giver naturligvis i nogen Grad Adgang til i første Række at lette de eksisterende Rentebyrder for de Erhverv, der er haardest ramt af Krisen. Med Hensyn til den effektive Rente af nye Udlaan lader der sig derimod ikke tvangsmæssigt tilvejebringe varige Forskelligheder mellem Erhvervene med Hensyn til Rentefoden.

Under denne økonomiske Autonomi kan vi saaledes sætte vort Renteniveau, hvor vi ønsker det, vel at mærke, hvis vi vil tage de Følger, der fremkommer deraf, eller med andre Ord, hvis vi er beredt til at lade en Række andre Forhold tilpasse sig efter den ændrede Rente. Da Muligheden for en Genoptagelse af de internationale Kapitalbevægelser for Danmarks Vedkommende dog trods alt maa siges at være til Stede, vil det være klogt at tilrettelægge vor interne Rentepolitik saaledes, at den ikke bringes til at afvige alt for stærkt fra Udlandets Rentebevægelser, for at voldsomme Rystelser ved Forbindelsens eventuelle Genoptagelse mest muligt kan undgaas.

Om Rentens nedadgaaende Bevægelse i de førende Lande vil fortsættes, saaledes at Vesteuropa for et længere Tidsrum kan ind-

rette sig paa en ekstraordinært lav Rentefod, er det vanskeligt at have nogen begrundet Mening om¹⁾. En Del kunde tyde derpaa, og mange mener det. Den aftagende Befolkningstilvækst vil jo medføre formindsket Efterspørgsel efter Kapital til Udvidelse af Produktionsapparatet, og det er vel næppe sandsynligt, at en tilsvarende Indskrænkning i de gennem mangfoldige Aar indgroede Opsparingsvaner skulde sætte ind samtidigt og i samme Omfang. Dette skulde føre til lav Rentefod. Omvendt er der intet, der tyder paa, at Tempoet i den tekniske Udvikling, der medfører, at store Anlæg hurtigt bliver økonomisk værdiløse og maa erstattes med nye, skulde sagtne, hvortil kommer, at Selvforsyningsens Opbygning af særlige nationale Produktionsapparater maa kræve megen Kapital, og altsaa stimulere Renten. Endelig bevirker den voldsomme Forøgelse af Militærapparatet en betydelig Efterspørgsel efter Kapital til uproduktive Formaal og dermed stigende Tendens for Renten.

Herover kan der ræsonneres baade langt og bredt og ogsaa særdeles forstandigt, uden at man dog kommer til noget egentligt Resultat udover et rent personligt Skøn. Vigtigere er det at erkende, at en ny stor Krig hurtigt kan omstyrte alle Beregninger om Rentens Fremtid, og hvad ligger der dybest set til Grund for Selvforsyningstankens Opretholdelse i de store Lande, andet end Beredskab til under ny Krig at kunne taale økonomisk Isolering? Født som Værn mod den Overskudsproduktion, som Verdenskrigens Behov satte i Gang i de oversøiske Lande, synes Afspærringspolitikken at ville fortsætte sit selvstændige Liv med ny Krig i Sigte.

Vender vi fra denne lille Udflugt til større Forhold tilbage til vore egne smaa, saa er det klart, at de anførte Betragtninger vedrørende Rentens Udviklingstendens — med Undtagelse af Krigshensynene, der her kun kan have indirekte Betydning — ogsaa finder Anvendelse paa Forholdene i Danmark.

En ved offentlige Foranstaltninger tilvejebragt Rentesænkning giver naturligvis mindre Anledning til at overveje Rækkevidden af dens Virkninger paa andre Sider af det økonomiske Liv, for saavidt den alene betyder en Fremskyndelse af en Udvikling, der allerede er i Gang, eller hvis økonomiske Betingelser vel er til Stede, men hindres i at sætte sig igennem paa Grund af Træghed i det økonomiske Liv. Nu er der en Del der tyder paa, at Laane-

¹⁾ Jfr. f. Eks. Emil Sommarin: Räntefotens framtid i Svensk Sparbanks Tidskrift 1934 (pag. 513 ff.).

renten, i hvert Fald i et Samfund, der er opbygget som vort, langt fra er saa let bevægelig, som man i Almindelighed forestiller sig. Sædvaner spiller en ikke ringe Rolle i saa Henseende og hertil kommer, at Konkurrencen ofte er indskrænket gennem mere eller mindre omfattende lokale Renteaftaler, saaledes at en Ændring i de Forhold, der betinger Laanerentens Højde, kan have svært ved at sætte sig igennem.

Hvorledes er da Forholdene paa vort Kapitalmarked i den nuværende Situation: Efter Indførelse af Maksimalrente i Banker og Sparekasser og Gennemførelse af en til Indlaansrentens Nedsættelse svarende Nedsættelse af Udlaansrenten, efter at den individuelle Konvertering af Landkreditforeningernes Obligationer vel er ført et Stykke Vej, men har vist sig ikke at føre til Maalet, og efter at Obligationernes Kursniveau ved Opkøb er bragt i Vejret, hvorved Sedler samtidig er stillet til Raadighed for Omløbet.

Nationalbankens Diskonto er $2\frac{1}{2}$ pCt. Bankernes Indlaansrente er i vejte Gennemsnit ca. 2,9 pCt.; lavest ligger den for Folio i København, hvor den i Hovedbankerne udgør i Gennemsnit $\frac{1}{2}$ pCt. og for Konto Kurant ca. 1,4 pCt., for kortere Indlaan ca. 2,8 pCt. og for lange Indlaan ca. 3 pCt., udenfor København er Foliorenten i Gennemsnit 2,6 pCt. og Renten for korte og lange Indlaan ligger ret nær ved Maksimalrentesatserne 3 pCt. og $3\frac{1}{2}$ pCt. Bankernes Udlaansrente incl. Provision er i vejte Gennemsnit ca. 5,4 pCt. for hele Landet, saaledes at Renten i København i Hovedbankerne for de forskellige Udlaanskategorier udgør fra ca. 4,6 pCt. for Veksler i Gennemsnit til ca. 5,2 pCt. for Kassekredit, medens Renten udenfor Hovedstaden ligger mellem 4,7 pCt. i Gennemsnit for Panteobligationer og ca. 5,9 pCt. for Veksler. Selv om dette er Gennemsnitstal, er de dog et ret brugeligt Udtryk for Forholdene, idet en Undersøgelse af Spredningen over de forskellige Rentesatser ikke giver nogen væsentlig Ændring i Billedet. Det kan tilføjes, at Rentemarginalen mellem Bankernes Indlaan fra Publikum og deres Udlaan til Publikum er ca. 2,7 pCt. i Hovedstaden og ca. 2,2 pCt. i Provinsen i Gennemsnit.

Som tidligere nævnt, har den foretagne Rentenedsættelse ikke medført nogen Nedgang i Pengeinstituternes Indlaansmidler, der tværtimod er steget ikke ubetydeligt. Deres Kasser svulmer af Penge, der venter paa bedre Anbringelse end til $\frac{1}{2}$ pCt. i Nationalbanken. Den dog ret kraftige Nedsættelse af den effektive Udlaansrente med 1 pCt. har tilsyneladende ikke ført til øget Laanebegær fra Erhvervslivets Side, omend ogsaa Bankernes Risiko-

bedømmelse her maa tages i Betragtning. Bankernes Udlånsvirksomhed er siden 1. Maj 1933 kun forøget med 46 Mill. Kr. (fra 1592 Mill. Kr. til 1638 Mill. Kr., excl. Panteobligationer, eller knapt 3 pCt.). De Midler, der er tilført Markedet ved Nationalbankens og Krisefondens Obligationskøb, er ikke fastholdt af Omsætningen, men er hurtigt søgt tilbage til Nationalbanken. Alt tyder paa, at de Muligheder, som Importreguleringen har tilvejebragt for dansk industriel Produktion, i aldeles overvejende Omfang er benyttet gennem Udnyttelse af en allerede tilstedeværende, men hidtil uudnyttet, Kapacitet, saaledes at der ikke har været væsentlige Krav om Midler til Udvidelse af selve Produktionsapparatet. De Henvendelser, der har været til Offentligheden om Kapitaltegning, har været ret faa, og de maa vistnok mere ses som Udtryk for Afslastning af Bankgæld end som egentlig ny Investering. Naar man ser, at en saadan Rentesænkning ikke har større Virkning med Hensyn til den effektive Efterspørgsel efter Kapital til Produktionen, kunde man næsten fristes til kættersk at udbryde: Har da Renten tabt sin Kraft? En saadan Slutning vilde dog være aldeles forhastet. Forholdet er sikkert det, at den Usikkerhed, der knytter sig til Varigheden af Importreguleringen i Danmark saavel som til de tilsvarende Afspærringsforanstaltninger i andre Lande, om hvilke man f. Eks. ikke ved, hvad Dag en ny Foranstaltning kan lukke et hidtil aabent Eksportmarked, med Rette gør privat Foretagsomhed tøvende overfor Kapitalinvestering i store nye Produktionsanlæg. Der synes saaledes ikke at være Udsigt til, at en yderligere moderat Rentesænkning skulde have en voldsom Udvidelse af det faste Produktionsapparat til umiddelbar Følge.

Vender vi os dernæst til Kapitalmarkedets Udbudsside, Opsparingen, har jo, som allerede nævnt, Rentenedsættelsen for Indlånsmidler efter 1. Maj 1933 ikke bevirket nogen Nedgang i disse. Tendensen har været stigende — ogsaa inden det offentlige Obligationskøb satte ind. I de første Maaneder efter Rentenedsættelsen kunde der iagttages en mindre Forskydning over imod de højere forrentede Indlaan paa 3 Maaneders Opsigelse, men den blev ikke af varigere Karakter. Siden 1. Maj 1933 er de samlede Indlaan (Folio, Konto Kurant, og de to egentlige Indlaansgrupper) i Bankerne steget med henved 200 Mill. Kr. eller over 10 pCt. og i Sparekasserne med ca. 45 Mill. Kr. eller ca. 2 pCt. Aarsagen til denne Udvikling er sikkert hovedsagelig den, at den megen Konverteringsdiskussion, der ikke er umiddelbart forstaaelig for Publikum, i Forbindelse med Mistro til, at det kunstigt skabte Kurs-

niveau vilde blive gjort varigt ved en virkelig og effektiv Gennemførelse af Konverteringen, har faaet Sparerne til at foretrække at se Tiden an ved en foreløbig Anbringelse i Pengeinstitutterne, fremfor at risikere Kurstab.

For den egentlige Opsparingsproces eller Opsparingsvilje er sikkert Rentens Højde af ringe Betydning, navnlig i Sammenligning med den Usikkerhed, som mulige Ændringer i Prisniveauet i Fremtiden i Virkeligheden medfører ved eventuelle Beregninger. I saadanne Tilfælde, hvor Opsparingens Formaål er at sikre en fremtidig Indtægt af en vis Størrelse, medfører lavere Rente endogsaa større Opsparing, idet der skal opspares et større Beløb for at give den beregnede Indtægt. Anderledes med den allerede afsluttede Opsparing. Disse Midler vil med lavere Rente for den givne Anbringelse søge at opnaa det tilvante Udbytte ved Omplacering til højere forrentet Anbringelse, for saavidt denne antages at byde tilstrækkelig Sikkerhed. Tilsvarende Betragtninger gælder de Kapitaler, der fremkommer — ikke ved at Krone lægges til Krone af den normale Arbejdsindtægt — men ved Kapitalisering og Salg af Differentialrenter. Vil man derfor ved offentlig Foranstaltning gennemføre en Konvertering med Udsigt til Held, maa man gøre det hurtigt og samtidig sørge for, at de øvrige Anbringelsesmuligheder gøres lige saa lidet tiltrækkende i rentemæssig Henseende som de nye lavere forrentede Obligationer.

Ser vi paa Spørgsmaalet om en yderligere Rentesænkningens Indflydelse paa Valutakurserne, saa er Forholdet det, at Valutapolitikens Maal synes at være at holde Sterling fast i 22,40, saaledes at andre Forhold tilpasses herefter. Dette Maal kan meget vel omtvistes. Ved den hidtidige Valutapolitik er det lykkedes stort set at holde Verdensprisfaldet ude fra Danmark. Men bør denne Politik fastholdes, tilmed saaledes, at Kronen stadig værdiforringes sammen med Sterling, ogsaa efter at Verdensprisfaldet er bragt til Standsning, og en Prisopgang — der ganske vist nu synes afbrudt — er indledet? Fare for, at et lavere Renteniveau i Danmark skulde føre til Kapitalbevægelser bort fra Landet og dermed til direkte nedadgaende Indflydelse paa Kronekursen, skulde der som Følge af Afspærringen ikke være til Stede. Men er de gældende Bestemmelser om Hjemførelsespligt for udenlandske Tilgodehavender effektive? Jeg ved ikke, hvorledes dette kontrolleres. Den valutamæssige Risiko ved at lade Tilgodehavender henstaa i England er jo udelukket, saalænge der sikkert kan regnes med en Sterlingkurs af 22,40. Jeg ser da ikke rettere end, at Tiden er inde

til, i Stedet for den megen Tale om at slække Kronen, at skride til en Stramning af Kronekursen, ogsaa under Hensyn til, at de indre Forhold, der hidtil har begrundet den gennem Valutapolitikken gennemførte Omfordeling af Indtægt til Fordel for Landbruget, nu kun i langt mindre Grad er til Stede. Under Forudsætning af, at Kapitalbevægelser herfra over Grænsen effektivt hindres, ser jeg imidlertid ikke, at Rentenedsættelsen behøver at faa direkte valutamæssige Virkninger.

Spørger man endelig, om Rentesaenkningen kan videreføres uden inflatoriske Virkninger, vil det allerede ligge i det foregaaende, at der næppe er Udsigt til en voldsom Produktionsudvidelse. Og en moderat Produktionsudvidelse skulde ikke vække nogen Betænkelighed, aldenstund det Offentlige med mange Midler netop søger at tilvejebringe en saadan til Nedbringelse af Arbejdsløsheden. Selv om der stadig er en meget betydelig Arbejdsløshed, og der saaledes ikke skulde være Udsigt til, at en Produktionsudvidelse skulde sætte en Stigning i Arbejdslønnen i Gang og dermed bringe os ind i den egentlige Inflation (den Skrue uden Ende, hvor stigende Omkostninger fører til stigende Priser og disse atter til stigende Omkostninger), saa kan det ikke nægtes, at en nærmere Betragtning af Ledighedsprocenterne viser praktisk taget fuld Beskæftigelse indenfor en Del af Fagene (dette gælder særlig Byggefagene og Tekstilindustrien), saaledes at Muligheden for egentlig inflatorisk Virkning her ikke kan afvises. Imidlertid er Arbejdslønnen jo ret tungtbevægelig, og Arbejdsaftalerne træffes for længere Perioder, saaledes at en umiddelbar og pludselig Paavirkning ikke er at vente.

Det man her frygter for, er da antagelig ogsaa mere Virkningerne af den Pengerigelighed, som en mulig mislykket Konvertering vil medføre. Lykkes Konverteringen, vil der ikke deraf opstaa nogen Pengerigelighed; men hvis Publikum forlanger Kontanter, og Krisefonden kommer til at ligge med de nye lavprocentige Obligationer, kan der næres nogen Frygt for, at det overvældende Pres af den forøgede Seddeludstedelse skal søge Vej til Erhvervslivet i Stedet for efterhaanden at søge tilbage gennem Pengeinstituternes og privates Overtagelse af de nye Obligationer. Der er for mig ingen Tvivl om, at det bedste Tidspunkt for Konverteringen var straks efter Rentenedsættelsen pr. 1. Maj 1933, men jeg ser ikke rettere, end at den beskedne Forøgelse i Erhvervslivets Aktivitet, der siden er foregaaet, ikke indicerer, at Tiden endnu skulde være forpasset. Dette saa meget mindre, som

Staten jo fremdeles har det i sin Haand at tilrettelægge Forholdene for en almindelig Konvertering saaledes, at andre Anbringelsesmuligheder gøres mindre tillokkende, gennem yderligere Nedsættelse af Pengeinstituternes Indlaansrente, Begrænsning af Værdistigning i Byejeendomme og Aktier og Maksimering af Renten for private Panteobligationer.

Jeg skal sluttelig kort omtale to specielle Forslag, der er kommet frem under den sidste Rentedebat.

Det ene, der gaar ud paa at begrænse en foreslaaet yderligere Nedsættelse af Indlaansrenten i Banker og Sparekasser til at omfatte nye Indskud, er skitsemaessigt formuleret saaledes:

»Ministeren for Handel og Industri bemyndiges til, hvis det maatte vise sig fornødent for Konverteringens Gennemførelse, at paabyde, at Banker, Sparekasser, andre Institutter og Selskaber samt Enkeltpersoner, som modtager Indskud til Forrentning, nedsætter Renten, som ydedes pr. 1. September 1934, med indtil $\frac{1}{2}$ pCt. for Tidsrummet indtil 11. December Termin 1935.

Dog kan de nævnte Institutter og Personer paa de hidtidige Konti modtage Indskud paa de hidtil gældende Vilkaar indenfor det Beløb, hver enkelt Konto androg den 5. September, med et Tillæg af 1.000 Kr., men maa i Konverteringsperioden dog ikke modtage Indskud paa Opsigelse fra samme Indskyder paa over 2.000 Kr.

Den derved af de vedkommende Pengeinstitutter opnaaede Besparelse i Indlaansrenten skal i sin Helhed anvendes til Nedsættelse af Udlaansrenten«.

Dette Forslag synes formuleret af Folk uden nærmere Kendskab til Bankforhold. Forslaget, der jo ikke er formet som Nedsættelse af Maksimalrentesatserne, omfatter efter dets Ordlyd ogsaa forretningsmaessige Indskud, og da Foliorenten i København allerede er bragt ned paa $\frac{1}{2}$ pCt., vil det sige, at Indskud paa Folio efter Forslaget antagelig fremtidig ikke maa forrentes i København. Endvidere synes det ganske uovervejende at fastsætte en bestemt tilfældig Dags Indestaaende paa en stærkt svingende Forrentningskonto som afgørende for, hvilket Beløb der fremdeles kan modtages til gammel Rente. I Almindelighed maa en Begrænsning i Rentenedsættelsens Omfang til nye Indskud naturligvis indskrænke den tilsigtede Virkning af Foranstaltningen; den vil virke til Bibeholdelse af de hidtidige Indlaan i Pengeinstitutterne, men vil samtidig virke afværgende overfor Tendensen til at kræve Kontanter i Stedet for Konvertering. Hvis Tanken om ad denne

Vej samtidig at indvinde Midler til Rentetilskud el. lign. til Landbruget opgives, synes Foranstaltningen dog principielt at være egnet til Formaalet, men den vil betydelig svække Indgrebets Effektivitet i Sammenligning med en Nedsættelse, der omfatter alle Indskud. Der sker jo i Pengeinstitutterne en stadig Opsamling af Opsparing af den Art, at Indskyderen, naar Beløbet og Tidspunktet er passende, gaar over til Anbringelse paa Kapitalmarkedet, og disse Indskud vil antagelig blive »laasede inde« i Pengeinstitutterne. Hvorledes skal den foreslaaede Bestemmelse kontrolleres? Samtidig med Fremsættelsen af et saadant Forslag, burde der udarbejdes en Plan for Kontrollen med, at Forslaget gennemføres effektivt. Det er altfor letkøbt blot at overlade Gennemførelsen til Administrationen.

Det andet Forslag gaar ud paa, som det med en Slags kluntet Behændighed er udtrykt, »at lægge Loft over Udlaansrenten«, en Udtryksform, hvorved det suspekete Ord »Maksimal« omhyggeligt er undgaaet. Det er formuleret saaledes:

»Den effektive Udlaansrente maa i det i 1. Stk. omhandlede Tidsrum (til Dec. 1935) ikke overstige Renten for Indlaan med Opsigelse med mere end 2 pCt.«.

Dette Forslag er ganske uklart. Forstaas der ved »den effektive Udlaansrente« de enkelte Rentesatser incl. Provision, eller skal det betyde den gennemsnitlige effektive Udlaansrente, og skal denne i saa Fald beregnes under eet for hele Tidsrummet? Og hvad er »Renten for Indlaan med Opsigelse«? I mange Banker findes der ikke een men to Rentesatser for Opsigelsesmidler, nemlig een Sats for Indlaan paa 3 Maaneders Opsigelse og een Sats for kortere Opsigelsesvilkaar, og Satsen for samme Vilkaar kan være forskellig i Hovedsæde og i Filialer, der ligger i andre Landsdele.

Medens Lovgivningen hidtil har holdt sig til Maksimering af Indlaansrenten og for saa vidt har ladet Udlaansrentesatserne fri, som det kun er krævet, at det indvundne Beløb blev anvendt til Nedsættelse af Udlaansrenten, forsøgt der altsaa ved dette skitsemaessige Forslag et Indgreb i Udlaansrentens Fastsættelse — ganske vist paa meget irrationel Maade. En saadan ensartet Maksimering af Udlaansrenten er ikke uden Betænkelighed, idet den i nogle Tilfælde kan have Kreditindskrænkning til Følge. Det kan ikke nægtes, at Rentemarginalen (Forskellen mellem den gennemsnitlige Rente af Midler modtaget for Almenheden og Midler udlaant til Almenheden) er høj; men det maa dog have i Erintring, at en væsentlig Del af Bankernes Overskud anvendes — og

under de herskende vanskelige økonomiske Forhold maa anvendes — til Afskrivninger og Hensættelser til Imødegaelse af Tab. Tidspunktet er derfor næppe særlig heldigt valgt til Gennemførelse af Ensretnings-Bestemmelser overfor Udlaansrenten, og eventuelle Bestemmelser vedrørende Rentemarginalen bør i hvert Fald ikke formes som i det her gengivne Forslag. Det bør vistnok fremhæves, at ikke ethvert Forsøg paa Baandlæggelse af det økonomiske Liv er ensbetydende med Planøkonomi. Det er da antagelig ogsaa enkeltstaaende Tilfælde af høj Renteberegning, der ligger bagved Forslaget, men saadanne Tilfælde vil kunne rammes med simple Midler, jfr. f. Eks. den norske Rentelov af 29. Juni 1934.

Oprindelig rejst som et, i den almindelige Bevidsthed overvurderet, Led i Bestræbelserne for at lette Landbrugets Drift under Krisen, har Konverteringsspørgsmaalet siden redet vort politiske og økonomiske Liv som en Mare. Det slet tilrettelagte Forsøg paa individuel Konvertering, de langvarige resultatløse Drøftelser og Uvisheden med Hensyn til Lovgivningsmagts Evne og Kraft til at føre Sagen til en lykkelig Udgang har skabt Usikkerhed og Uligevægt paa Kapitalmarkedet. Engang rejst, maa Konverteringsdrøftelsen føres til Afslutning, og Lovgivningsmagten maa nu klart sige sit: Ja eller Nej. For mit eget Vedkommende vil det fremgaa af, hvad her er sagt, at jeg mener, at Svaret som Forholdene er i Dag maa blive et Ja. Konverteringen bør føres til Ende i hastigt Tempo og bør underbygges med Foranstaltninger, der koncentrerer Kapitalmarkedets Efterspørgsel paa de nye lavereforrentede Obligationer ved at betage andre foreliggende Anbringelsesmuligheder deres større Tiltrækningskraft. Om positive Foranstaltninger til Underbyggelse af Tilliden til Landkreditobligationerne er paakrævede, vil afhænge af Landbrugsforholdenes Udvikling i den nærmeste Tid.

Det hyggelige taktiske Smaapusleri skal ingenlunde frakendes Betydning, men i en Tid, hvor snart den ene, snart den anden »Bevægelse« banker paa vor Dør, maa der kaldes paa Samarbejdet, og meget vil afhænge af, om Lovgivningsmagten fortsat evner at beherske vore økonomiske Forhold. Vi, der vil bevare og udbygge vort Styres demokratiske Grundlag, og som ofte maa forsvare det mod Angreb, kunde undertiden ønske, at dets Organer viste større Effektivitet, hurtigere Handling.
