

Gæld og Tilgodehavende i Danmark.
Foredrag i Nationaløkonomisk Forening.
Af
V. Falbe Hansen.

De Formuegenstande, som findes i vort Land, ere i de sidste 20 Aar blevene i høj Grad forøgede og forbedrede. Statistiken godtgør dette paa en aldeles afgørende Maade. Men samtidig med denne Fremgang møde vi en anden og modgaaende Bevægelse, nemlig en Tilvæxt i vor Gæld, og Gælden er voxet stærkere end Formuegenstandenes Værdi. For 10 à 20 Aar siden var den Prioritetsgæld, der hvilede paa vore Landejendomme, i Gennemsnit kun omtrent 40 pCt. af deres Salgspris — beregnet efter den Gæld, som hvilede paa Gaardene umiddelbart før Salget. Nu udgør den Prioritetsgæld, som hviler paa de Landejendomme, der sælges, sandsynligvis over 50 pCt. af disses Salgspris. I København udgjorde Prioritetsgælden paa de faste Ejendomme for 15 Aar siden $78\frac{1}{2}$ pCt. af Ejendommenes Assuranceværdi, nu udgør Gælden omtrent 95 pCt. af Ejendommenes Assuranceværdi. I Købstæderne er der rimeligvis en lignende, om end mindre Gældstilvæxt. I de 16 Aar fra 1872 til 1888 voxede de faste Ejendommers Prioritetsgæld i København med ca. 270 Mill. Kr., i

Købstæderne med 125 Mill. Kr., i Landdistrikterne med 700 Mill. Kr. Prioritetsgældens Tilvæxt i hele Landet var altsaa over 1000 Millioner Kroner. Tallet er overraskende stort, men det maa i det væsentlige anses for at være rigtigt. Det er uddraget af Forskellen mellem indtegnede og udslettede Prioritetsbeheftelser, efter den officielle Statistiks Opgivelser, og om end adskillige Gælds-Afdrag ikke ere medtagne i Opgørelsen, vil dette dog ikke kunne forrykke Hovedresultatet væsentligt.

Til Prioritetsgælden maa endnu lægges Statsgælden, Kommunernes Gæld, mange Aktieselskabers Obligationsgæld m. m. foruden al den løse private Gæld. Alt i alt udgør det kolossale Beløb, og de fleste af Gældsposterne ere i rask Stigen.

Der er i denne Gældtilvæxt af Hundreder og atter Hundreder af Millioner Kroner noget forbløffende og ængstende, som tvinger En til at tage Sagen op til nærmere Undersøgelse.

Det er en Sag, som har mange Sider, men der er dog ét Spørgsmaal, som først og fremmest rejser sig for Nationaløkonomen, det er: Hvem ejer denne Gæld, hvem ere vore Kreditorer? Er det Indlændinge eller er det Udlændinge?

Hvis det er Indlændinge, der som Kreditorer have de Penge tilgode, som andre Indlændinge skyldte, saa er selvfølgelig vor Gælds Tilvæxt i nationaløkonomisk Henseende ikke saa betænkelig, som den ellers vilde have været. Det er da kun den ene indenlandske Haands Gæld til den anden; Gælden er ingen Formindskelse af Nationens Formue som Helhed. Alligevel medfører en saa stor Gældsmasse som den, vi har

her i Landet, store Ulemper, især i social Henseende. Den medvirker til, at Formuens Fordeling bliver mere ulige; thi Gældsposternes Papirværdier gør det lettere at ophobe store Formuer paa enkelte Hænder, og Gælden bevirker, at de Lov-Skranker, hvormed Staten har søgt at værne om Middelstandens, særlig om Bondestandens Bevarelse, blive omgaaede og meningsløse. Hvad hjælper det f. Ex., at Staten sætter Grænser for Bøndergaardens saa yderlige Deling, at en Familie ikke kan leve paa Gaarden, naar man kan omgaa Bestemmelsen ved at forøge Gaardens Gældsbehæftelse? Paa den anden Side maa det heller ikke glemmes, at den langt overvejende Del af Prioritetsgælden skyldes Arvedeling og indestaaende Rester af Købesummerne for de faste Ejendomme, og at kun en forholdsvis lille Del af Gælden kan tilskrives Luxusforbrug udover Indtægterne. Allerede af denne Grund kan man drage den Slutning, at Gældens Størrelse og Tilvæxt ikke er enstydig med en Tilbagegang i Nationens Velstand, men et Bevis herfor faas først, naar man faar at vide, i hvilket Omfang det er Indlændinge eller Udlændinge, der eje det Tilgodehavende, der staar overfor Gælden.

Forsaavidt det er Udlændinge, der ere vor Gælds Kreditorer, saa er vor Gæld et ligefremt Minus i vor Nationalformue, der maa fradrages denne, og Gældens aarlige Forrentning er en Udgift, der paavirker vor Balance overfor Udlandet.

Men om vor Stilling i denne Henseende, om vi skyldte mere til Udlandet end det til os, derom haves ikke nyere Oplysninger end for Aaret 1872. Det var denne Mangel i vor Viden, der bevægede mig til at gøre Forsøg paa at faa Sagen saavidt

mulig opklaret. Jeg henvendte mig i dette Øjemed til denne Forenings højtærede Formand, Konferensraad, Nationalbankdirektør Levy, og efter Samraad med ham valgte jeg den Vej, at søge Oplysning om, hvormange Kupons af danske Værdipapirer, der i et Halvaar var indkomne hertil Landet fra Udlandet, og hvormange Kupons af fremmede Værdipapirer, der i samme Tidsrum var sendt ud herfra Landet til Udlandet. Herved vilde man vel ikke faa Oplysning om alt Gældsforhold mellem Danmark og Udlandet, men man vilde faa Oplysning om den vigtigste Del deraf, nemlig om de offentlige Værdipapirer, om Børspapirerne, der jo er den Form for Gældsbeviser, som sædvanlig benyttes for Anbringelse af udenlandsk Kapital her i Landet og for indenlandsk Kapitalanbringelse i Udlandet. Det var altsaa kun en Side af det internationale Gældsforhold, om end ganske vist den vigtigste Side, der vilde blive belyst paa denne Maade.

Man valgte at søge Oplysning om Kuponsforsendelserne i Løbet af et halvt Aar, idet man gik ud fra, at de fleste Rentebetalinger ere halvaarlige, og at de Kuponsindløsninger, der kom lidt for tidligt, vilde blive opvejet ved de, der kom lidt for sent. En Vanskelighed fremkom der ved de Papirer, navnlig Aktier, hvis Udbytte kun udbetales en Gang aarlig; her maatte man altsaa saavidt muligt, efter Omstændighederne, foretage en Halvering eller Fordobling, alt eftersom den helaarlige Udbetaling fandt Sted indenfor det valgte Tidsrum eller udenfor det. Det Halvaar, der blev valgt, var Tiden fra 1ste Januar til 30te Juni 1891, et Tidsrum, der havde den Fordel, at Kursforholdene ikke havde be-

gunstiget Export af danske Kupons (derom mere nedenfor).

Jeg henvendte mig først til Vexelmæglernes og Vexelerernes Kursnoteringsudvalg og fik af dettes Formand forskellige Oplysninger og Vejledninger; dernæst henvendte jeg mig til de københavnske Banker og til alle de Bankierer og Vexellerere, som man, efter indhentede Oplysninger; kunde formode havde direkte Kupons-Forretning med Udlandet. Jeg anmodede dem om at meddele mig forskellige Oplysninger om deres Kupons-Omsætning med Udlandet; og uagtet det i mange Tilfælde maatte medføre ret betydeligt Arbejde med at gøre Uddrag af Forretningens Bøger, mødte jeg næsten overalt stor Beredvillighed med at give mig alle ønskede Oplysninger. Jeg retter herved en Tak til d'Hrr. for den Tillid og Velvilje, de saaledes have vist mig.

Foruden fra Banker og Vexellerere fik jeg ogsaa Oplysninger om Kuponsforsendelserne fra de Assurandører, der have forsikret saadanne Forsendelser med Posten, og jeg opnaaede derved delvis at faa dobbelte Oplysninger, der kunde anvendes som Kontrol og som Supplement.

Resultatet af denne Undersøgelse forelægger jeg herved for nationaløkonomisk Forening, idet jeg nærer det Haab af denne Forenings sagkyndige Medlemmer at faa et og andet Vink, der kan tjene til at rette og fuldstændiggøre det.

Jeg skal først omtale Indsendelsen af danske Kupons fra Udlandet, hvilken jo skulde vise, hvormange danske Værdipapirer, der findes i Udlandet.

Hovedmassen af danske Kupons indsendes fra Udlandet til den Bank eller Bankier, der er vedkommende danske Institutions Kommissionær. En Del Kupons indsendes ogsaa gennem andre Banker eller gennem Vexellerere, og særlig Indsendelsen af de danske Statsobligationers Kupons er ikke saa lidt spredt; men alligevel er Indsendelsen af danske Kupons fra Udlandet samlet paa forholdsvis faa Hænder, og det er derfor ikke saa vanskeligt at faa nogenlunde fuldstændige Oplysninger om den. Derimod møde vi her en anden Vanskelighed, og det er den, at der her hjemme fra exporteres mange danske Kupons til Inkassation i Udlandet, og derfra vende disse Kupons saa atter tilbage til Danmark. Det er Vexellererne og enkelte Banker, som foretage denne Operation. Naar Vexelkursen paa Tyskland er høj, naar »Reichsmark er dyre«, kunne nemlig Vexellererne have en lille Fordel ved i Stedet for de ordinære Betalingsmidler at sende som Betaling Kupons af saadanne danske Værdipapirer, som ere gjorte indløselige i Udlandet. Disse Operationer gaar ud over vedkommende danske Institution, der maa betale for at faa sine Kupons hjem igen fra Udlandet, og de forstyrrer Overblikket over, hvormange danske Værdipapirer der findes i Udlandet. Der har været Halvaar, hvor denne Export af danske Kupons har haft et meget stort Omfang, og det har bidraget til, at man dels har overdrevet Mængden af danske Papirer i Udlandet, dels er kommen i fuldstændig Vilderede med denne Sag. Jeg maatte altsaa have Oplysning om, hvormange danske Kupons vore Banker og Vexellerere paa denne Maade havde exporteret i Halvaaret 1. Jan.—30. Juni 1891, og fra de allerfleste, som jeg anmodede om denne

Oplysning, fik jeg ogsaa tilfredsstillende Svar. Det viste sig da, at der var exporteret ikke saa faa danske Kupons i det omhandlede Halvaar, om end ganske vist betydeligt mindre end ellers, da Kursen paa Reichsmark var holdt saa lavt i Juni Termin 1891, at det i den næsten ikke havde kunnet betale sig at sende danske Kupons ud af Landet. En Vexellerer opgav mig saaledes, at han i Juni Termin 1891 kun havde exporteret en Ottendedel mod hvad han havde exporteret i December Termin 1890, og andre Vexellerere omtalte lignende Formindskelser i Udsendelsen af Kupons.

Beløbet af danske Kupons, der ere sendte ud af Landet, maa selvfølgelig helt holdes ude fra Betragtningen og maa fradrages i Beløbet af de danske Kupons, der ere sendte herind fra Udlandet. Foretager man et saadant Fradrag og derhos tager fornødent Hensyn til de Værdipapirer, der kun give Udbytte en Gang om Aaret (Aktierne), kommer man til det Resultat, at der i Halvaaret 1. Jan.—30. Juni 1891 fandtes i Udlandet danske Værdipapirer til et nominelt Beløb af 106 Mill. Kr. med et Halvaarsudbytte af 2,119,312 Kroner.

Er nu dette Tal rigtigt? Ja, jeg tror, at det i det Væsentlige er paalideligt. Der er vel nok en Del danske Kupons, der nu og da indkomme hertil Landet som Betaling til danske Vareexportører, f. Ex. til Slagtere, der exportere til Tyskland, og der er mulig ogsaa en Del danske Kupons indsendte fra Udlandet til de enkelte Vexellerere, fra hvem jeg ikke har anset det nødvendigt at søge Oplysning om dette Punkt, men efter alt hvad der er meddelt mig af sagkyndige Folk, kan det kun være mindre Beløb, og deres Udeladelse

modvirkes derved, at der ogsaa er udsendt til Udlandet nogle mindre Beløb af danske Kupons fra Vexellerere, som jeg ikke har faaet med. Tallet kan maaske være et Par Procent for stort eller for lille, men i Hovedtrækkene tror jeg, at der ikke kan være Tvivl om dets Rigtighed.

Jeg har faaet opgivet ikke alene det samlede Beløb af Kupons, men ogsaa de enkelte Sorter, og kunde saaledes oplyse, hvormeget der findes i Udlandet af hver enkelt Art af de danske Værdipapirer, men jeg er ikke berettiget til at offentliggøre Enkeltheder, de ere betroede mig under Diskretion. Noget af det er jeg dog berettiget til at meddele. Der er saaledes de danske Statsobligationer. Man har hidtil ikke vidst, hvormeget af den danske Statsgæld, der fandtes paa udenlandske Hænder. Mange have været tilbøjelige til at antage, at siden Konverteringen var den største Del i Udlandet, og endnu i indeværende Aar blev der under Finanslovens 1ste Behandling i Folketinget rettet en Forespørgsel desangaaende til Finansministeren, der imidlertid erklærede, at han ikke vidste noget derom. Det kunde da maaske have nogen Interesse, naar jeg her meddeler, at der efter de Oplysninger, jeg nu har indsamlet, findes 45 à 50 Mill. Kr. danske Statsobligationer i Udlandet. Det vil sige omtrent en Fjerdedel af hele Statsgælden. De tre Fjerdedele af vor Statsgæld findes altsaa paa indenlandske Hænder.

Af danske Kreditforenings- og Hypothekbankobligationer findes der mellem 26 og 34 Mill. Kroner i Udlandet. Nærmere kan Beløbet ikke angives paa Grund af den Forstyrrelse, som fremkommer ved at danske Kupons sendes til Indløsning i Udlandet;

men det vil ses, at det i hvert Fald kun er en forholdsvis ringe Del af disse Obligationer, der findes i Udlandet, den langt overvejende Del findes i Indlandet.

Den øvrige Del af danske Papirer, som findes i Udlandet, bestaar mest af Kommuneobligationer og af Aktier; den bestaar af nogle faa store Poster og en Mængde spredte Smaaposter. Af danske Aktier synes der at være 15 à 20 Mill. Kr. Nominalkapital i Udlandet (og heri er ikke indbefattet *Store nordiske Telegraf-selskabs Aktier*). Telegraf-Aktierne har jeg heller ikke medtaget i det samlede Beløb 106 Millioner Kroner, og Grunden er den, at de Værdier, som disse Aktier repræsenterer, Telegraftovene m. m., jo for største Delen findes udenfor Landet og saaledes ikke repræsenterer Værdigenstande i Danmark; man kunde snarere med en vis Ret jevnføre dem med udenlandske Værdier paa danske Hænder. Og da dette Selskab saaledes indtager en Særstilling, har jeg valgt helt at lade det ude af Betragtning i denne Forbindelse, uagtet Selskabets Bestyrelse beredvilligen har meddelt mig de fornødne Oplysninger om, hvormeget der af dets Aktier og Obligationer findes i Udlandet.

Det hele Beløb af danske Værdipapirer i Udlandet, ca. 106 Millioner Kroner, er det nu stort eller lille? I og for sig^r er Beløbet jo stort, men i Forhold til den samlede Masse af Gældsposter, der findes i Danmark, er det lille. Vi har her med saa kolossale Beløb at gøre, at de sædvanlige Talforestillinger fra det daglige Liv glippe. Det er foran oplyst, at alene Prioritetsgældens Tilvæxt siden 1872 udgør over 1000 Millioner Kroner, og saa kommer dertil den Prioritetsgæld, der var tilstede før 1872, og des-

uden Statsgælden, Kommunernes Gæld, Beløbet af Aktier og Aktieselskabernes ikke prioriterede Obligationsgæld. Det er af denne uhyre Masse, at de 106 Mill. Kr. ere udtagne og gaaede til Udlandet: hvormeget de udgøre af det hele Beløb, kan ikke siges nøje, men det er klart, at det kun kan være nogle faa Procent.

Vi skulle derefter se paa den anden Side af Sagen, paa vore Aktiver overfor Udlandet. Medens Udlandet besidder en Del af vore Værdipapirer, besidder vi nemlig ogsaa en Del udenlandske Værdipapirer. Før at faa at vide, hvormange udenlandske Værdipapirer, der findes her i Landet, har jeg søgt Oplysninger om hvormange udenlandske Kupons der i Halvaaret 1. Jan.—30. Juni er sendt bort herfra Landet gennem Banker, Bankiers og Vexellerere. Ogsaa fra saadanne Banker i Provinserne, om hvilke det kunde formodes, at de havde direkte Kuponsforretninger med Udlandet, har jeg faaet Oplysninger. Resultatet var, at der paa denne Maade i Halvaaret var sendt til Udlandet 2,289,222 Kr. i fremmede Kupons. At selve dette Tal er i det Væsentlige rigtigt, og at Beløbet af Kupons, der er afsendt gennem Banker og Vexellerere, er paa lidt nær saa stort som angivet, derom nærer jeg ingen Tvivl, thi jeg har om dette Forhold faaet dobbelte Oplysninger baade fra Banker og Vexellerere og fra Assurandørerne af Postforsendelser af Kupons. Der kan være Smaafejl ved Tallet, men i Hovedtrækkene er det sikkert rigtigt. Derimod er der andre Mangler ved Tallet. Undertiden have danske Ejere af udenlandske Værdipapirer disse liggende i en udenlandsk Bank, og Kupons af disse Papirer ere altsaa ikke medtagne.

Ligeledes kan det maaske træffe sig, at Indlændinge, naar de rejse til Udlandet, medtage Kupons af de fremmede Værdipapirer, de eje, for selv at indløse dem. Disse Kupons ere heller ikke medtagne i Beregningen. Omvendt kan det træffe sig, at der nu og da komme Kupons af fremmede Værdipapirer her til fra Udlandet (f. Ex. fra Skaane), disse ere medtagne i det ovenanførte Tal, uagtet vedkommende Papirer ikke ejes af Danske. Der er saaledes utvivlsomt Fejl ved Tallet, baade til den ene og til den anden Side, men de Bankmænd, med hvem jeg har drøftet denne Sag, ere dog af den Mening, at det ikke kan være store Urigtigheder, der fremkomme herved.

Sammenholder man nu de to Tal for Passiver og Aktiver med hinanden, ser man, at vi i Halvaaret 1. Jan.—30. Juli 1891 have udbetalt til Udlandet i Rente af danske Værdipapirer et Beløb af 2,119,312 Kr.; men at vi omvendt fra Udlandet som Rente af fremmede Værdipapirer, der ejes af Danske, have modtaget 2,289,222 Kr. Vi have altsaa i Halvaaret modtaget fra Udlandet 170,000 Kr. mere end vi have betalt til Udlandet. Altsaa omtrent $\frac{1}{3}$ Mill. Kr. aarlig i vor Favør.

Hvor stor den nominelle Kapitalværdi er af de fremmede Værdipapirer, der findes her i Landet, kan jeg ikke sige bestemt, da jeg ikke saaledes som ved de danske Papirer i Udlandet har faaet opgivet de enkelte Sorter af Værdipapirer. To større Vexellerere have opgivet mig foruden Renten tillige det nominelle Kapitalbeløb, og for dem har Gennemsnitsrenten været $4\frac{1}{4}$ pCt. Gaar man ud herfra, skulde det samlede nominelle Kapitalbeløb være 108 Mill. Kr., men jeg lægger

ingen synderlig Vægt paa dette Tal. Der er saaledes adskilligt, der taler for, at Papirernes Gennemsnitsrente kun er 4 pCt. og i saa Tilfælde er den nominelle Kapital $114\frac{1}{2}$ Mill. Kr. Hovedsagen er, at vi faa ca. $\frac{1}{3}$ Mill. Kr. aarlig mere ind i Rente end vi give ud. Der kan som sagt være Fejl ved dette Tal baade til den ene og til den anden Side, men saameget tror jeg dog at kunne slutte deraf, at der i vort Mellemværende med Udlandet er omtrent Balance, og at Formodningen snarest er for, at vi have noget mere tilgode end vi skyldte. Dertil kommer, at der er en Art Værdipapirer, som i Følge deres Natur ikke kunne medtages her, og som forøge vort Tilgodehavende hos Udlandet, det er Livsforsikringer og Policerne derfor; det er sikkert meget store Beløb, der af danske ere tegnede og indbetalte til fremmede Livsforsikringer, men endnu ikke forfaldne til Udbetaling, medens Udlændinge kun i ringe Grad ere indtegnede i danske Livsforsikringselskaber.

Resultatet er altsaa nogenlunde tilfredsstillende, vi synes at have godt og vel Balance i vort Mellemværende med Udlandet, vor Gæld til det bliver rigeligt opvejet af vort Tilgodehavende hos Udlandet, og naar vi vende tilbage til det Spørgsmaal, som vi stillede i Begyndelsen af denne Afhandling S. 2: Hvem eje vore Prioritetsobligationer o. s. v., hvem ere vore Kreditorer? saa er Svaret, det gør vi selv. Den enorme Gældsmasse, der paahviler de faste Ejendomme og andre reelle Værdier i Danmark, betegner ikke et Minus i vor Nationalvelstand, det er kun den ene Haands Gæld

til den anden, thi vi ere vore egne Kreditorer. Vi ere i den Henseende adskilligt gunstigere stillet end vore Nabolande; Sverige antages at skyldes ca. 600 Mill. Kr. mere bort til Udlandet end det har tilgode hos Udlandet, og Norge antages at skyldes ca. 120 Mill. Kr. mere end det har tilgode*).

Mindre gunstigt stiller Resultatet sig imidlertid, naar vi sammenligne med Fortiden, med for 20 Aar siden.

Ved Loven af 25. Marts 1872, der indførte Stempelafgift af fremmede Pengeeffekter, bestemtes det, at alle de offentlige fremmede Pengeeffekter, der den Gang fandtes i Landet, kunde blive stemplet gratis, naar de inden en vis Tid blev indsendt til Stempling, og det tør antages, at saa godt som alle her i Landet værende fremmede Værdipapirer i Henhold til denne Bestemmelse blev indsendt og stemplet. Man fik derved at vide, hvormange der fandtes her i Landet, og det var ca. 141 Mill. Kr., hvoraf 106½ Mill. Kr. var i Privates Eje, og omtrent 34½ Mill. Kr. i Statens Eje. Men foruden disse Pengeeffekter ejede Staten betydelige og værdifulde Tilgodehavender hos Udlandet der fornemlig stammede fra Opgørelse med Hertugdømmerne og fra Godtgørelse fra Øresundstoldens Afløsning. Naar man medtog disse og tog

*) Jfr. herom Prof. Dr. Fahlbeck: Sveriges nationalförmögenhet, dess storlek och tillväxt, Stockholm 1890. I samme Skrift findes nogle Oplysninger om andre Landes Gæld og Tilgodehavende. Saaledes skulde England have 40,000 à 50,000 Mill. Kr. tilgode hos Udlandet, men kun skyldes forholdsvis lidt til Udlandet. Ogsaa Frankrig, Holland m. fl. Lande antages at have betydeligt mere tilgode end de skyldes.

Hensyn til Fordelingen af det store nordiske Telegraf-selskabs Værdier mellem Indland og Udland, kom man til det Resultat, at vort Tilgodehavende hos Udlandet løb op til ca. 187 Mill. Kr.

Paa den anden Side fandtes der ogsaa en Del danske Værdipapirer i Udlandet. Det var den Gang kun nogle enkelte Poster Papirer, der havde fundet Vej til Udlandet, Forholdene var lettere at overskue end nu, og det kan derfor antages, at det Skøn herover, som blev afgivet af særlig sagkyndige Mænd, var nogenlunde rigtigt. I Følge dette Skøn, skulde der den Gang være for omtrent 30 Mill. Kr. danske Værdipapirer i Udlandet.

Resultatet af Undersøgelsen (se Nationaløkonomisk Tidsskrift 2det Bind Side 424—425) blev, at Danmark havde tilgode hos Udlandet ca. 157 Mill. Kr. udover, hvad det skyldte til Udlandet.

Denne Opgørelse fra 1872 kan imidlertid ikke direkte sammenlignes med den, som er foretaget for Nutiden; thi Statskassens Beholdninger ere opgjorte paa en forskellig Maade, og det store nordiske Telegraf-selskabs Værdier ere ogsaa betragtede paa forskellig Maade. Foretager man de to Beregninger paa ensartet Maade, bliver Differencen formindsket med 7 à 8 Mill. Kroner.

En Sammenligning mellem Stillingen i 1872 og nu viser altsaa i hvert Tilfælde en meget stor Tilbagegang. Maximumsgrænsen for Tilbagegangen er ca. 150 Mill. Kr., men i Virkeligheden er Tilbagegangen ikke saa stor; thi i Nutiden har vi dog et lille Overskud af Tilgodehavende overfor Udlandet, idet vi faa ca. $\frac{1}{3}$ Mill. Kr. mere i Rente fra Udlandet end vi betale til det, og Tilbage-

gangens Størrelse maa reduceres med dette Rentebeløb kapitaliseret og kan vel altsaa ansættes til mellem 140 og 150 Mill. Kr. Men idet vi angive dette Tal, maa det ikke glemmes, at de Beregninger, hvorpaa det støtter sig, kun ere tilnærmelsesvis rigtige og Resultatet kan altsaa ikke gøre Fordring paa større Nøjagtighed, der kan godt være Fejl ved det paa adskillige Procent; det er kun Meningen, at Tallet skal give en i sine Hovedtræk rigtig Forestilling om Tilbagegangens Størrelse.

Vi skulle derefter se paa de enkelte Bestanddele i Tilbagegangen siden 1872.

De Privates Beholdning af fremmede Værdipapirer var i 1872 efter Angivelserne til Fristempling ialt omtrent $106\frac{1}{2}$ Mill. Kr. Nu, i 1891, var Beholdningerne efter Bankernes og Vexellerernes Meddelelser om Kupons-Forsendelserne, naar man kapitaliserer dem efter en Rentefod af $4\frac{1}{4}$ pCt., omtrent 96 Mill. Kr.; men naar man kapitaliserer efter 4 pCt., skulde Beholdningens Nominalkapital være henved $102\frac{1}{2}$ Mill. Kr. Og naar man nu erindrer, at Tallet for 1891 er noget for lille, fordi man ikke har faaet med de fremmede Værdipapirer, der for dansk Regning er deponeret i Udlandet, og ejheller de Værdipapirer, hvis Kupons danske Rejsende have medtaget til Indløsning i Udlandet, medens begge disse to Poster maa antages at være medtagne i 1872, saa maa man komme til det Resultat, at de Privates Beholdning af fremmede Værdipapirer sandsynligvis kun er formindsket lidt eller slet ikke siden 1872. Der er indført mange nye fremmede Værdipapirer her til Landet, man kan se dette af Oplysningerne om

fremmede Værdipapirers Stempling, men der er atter solgt eller indløst mange fremmede Værdipapirer (navnlig er en stor Del af de mange svenske Værdipapirer, der fandtes her i 1872, atter gaaet ud af Landet), og Indførsel og Udførsel af fremmede Værdipapirer maa omtrent have opvejet hinanden i Tidsrummet 1872—1891. Paa dette Punkt er der altsaa ingen Tilbagegang, eller dog kun en forholdsvis ringe.

Statens Beholdning af fremmede Værdipapirer er derimod formindsket ganske betydeligt siden 1872; hvormeget denne Formindskelse maa ansættes til, beror paa, hvilket Tidspunkt, man vælger til Afslutningspunkt, om Begyndelsen, Midten, eller Slutningen af 1891. Vælges Aarets Midte, er Tilbagegangen paa dette Punkt omtrent 40 Mill. Kr. Jeg vil dog, for at undgaa Misforstaaelse, ikke undlade udtrykkelig at gøre opmærksom paa, at jeg her kun taler om Formindskelsen af Statens Beholdning af fremmede Værdipapirer (derunder indbefattet Tilgodehavende for Afløsningen af Øresundstolden), og ikke om Forandringerne i Statens Beholdninger af Værdipapirer i Almindelighed (derunder danske Værdipapirer).

Danske Værdipapirer i Udlandet. Her er det, at Hovedforandringerne ere foregaaede, og her er det, at Hovedmassen af Tilbagegangen maa søges. Man har tre Opgørelser over vor Status i denne Henseende: en fra 1872, en fra 1884 og en fra 1891. Status-Opgørelsen fra 1884 er foretaget af Nationalbankdirektør Levy og støtter sig ligesom Opgørelsen for 1891 paa Meddelelser fra Banker og Vexellerere, om hvormange Kupons af danske Værdipapirer der ere komne herind til Danmark fra Udlandet.

Sammenholder man nu disse tre Opgørelser med hinanden, saa finder man, at i Tidsrummet fra 1872 til 1884, blev Beløbet af danske Statsobligationer i Udlandet formindsket ret betydeligt. Rimeligvis var der i 1884 for ca. 9 Mill. Kr. færre danske Statsobligationer i Udlandet end der var i 1872. Denne Formindskelse af danske Statsobligationer i Udlandet i dette Tidsrum staar noget i Forbindelse med Statens Finansoperationer.

I Tidsrummet 1872—84 gik der derimod en Mængde Kreditforenings- og Hypothekobligationer samt Kommuneobligationer m. m. til Udlandet; og i 1884 var der af disse Papirer ca. 10 Mill. Kr. mere i Udlandet end der var i 1872. Hovedmassen af de danske Værdipapirer, der i dette Tidsrum gik til Udlandet, var dog Aktier, det var for mellem 20 og 30 Mill. Kr., der anbragtes i Udlandet, mest Bankaktier og Telegrafaktier.

Allerede i Tidsrummet 1872—84 forøgedes saaledes Beløbet af danske Værdipapirer, der fandtes i Udlandet, med 20 à 30 Mill. Kr. Men langt større var Udstromningen af danske Værdipapirer i det næste Tidsrum fra 1884 til 1891. Det var især Konverteringerne, som nu gjorde deres Virkning gældende.

Efter Nationalbankdirektør Levys Opgørelse skulde der i 1884 af danske Statsobligationer, af danske Kommuneobligationer samt Kreditforenings- og Hypothekobligationer findes i Udlandet tilsammen for 26 Mill. Kr. I 1891 fandtes der efter nærværende Opgørelse af disse Værdipapirer for imellem 81 og 94 Mill. Kr. i Udlandet. Alene af disse Papirer var der altsaa i 1891 for mellem 55 og 68 Mill. Kr. mere i Udlandet end

der var i Aaret 1884 og derhos er der af danske Aktier rimeligvis ca. 20 Mill. Kr. mere i Udlandet i 1891 end i 1884. Naar man til disse Beløb lægger, hvad der gik ud af Landet af danske Værdipapirer fra 1872 til 1884 og desuden de 40 Mill. Kr., hvormed Statskassens Beholdning af fremmede Værdipapirer er bleven formindsket, saa vil det blive forklarligt, at vor samlede Balance overfor Udlandet siden 1872 er bleven forringet med et Beløb af omtrent 140 à 150 Mill. Kr.

Hvilken Betydning har Tilbagegangen i vort Mellemværende overfor Udlandet? For at besvare dette Spørgsmaal maa man først vide noget om, hvorledes de Penge, man har faaet fra Udlandet, ere blevne anvendte. I saa Henseende er det først af Interesse at lægge Mærke til, at samtidig med, at vi have faaet de 140 à 150 Mill. Kr. fra Udlandet, have vi herhjemme anvendt langt større Summer i vor Produktion. Vi har opdyrket udstrakte Arealer, forbedret og forøget Kreaturbesætningerne, ombygget vore Bygninger og opført nye, bygget Jernbaner og Veje, forøget vor Handelsflaade, bragt vor Industri et Stykke frem, og formeret vor Beholdning af Varer, Indbo m. m. Alt dette repræsenterer Kapitalanvendelser, der er mange Gange større end de Summer, vi har faaet fra Udlandet. Alene Assurancesummen for faste Ejendomme i København er siden 1872 forøget med henved 250 Mill. Kr., altsaa med omtrent 100 Mill. Kr. mere end vi have faaet fra Udlandet i det hele Tidsrum.

Tilbagegangen i vort Mellemværende med Udlandet betyder saaledes ikke ret meget, naar man sammenligner den med den hele Sum af Kapitaler, der er anvendt

herhjemme i det omhandlede Tidsrum. Alligevel har den haft stor Betydning. Pengene ere komne her ind til Landet ikke ved, at vi have solgt bort af vor Beholdning af fremmede Værdipapirer, men fornemlig derved, at vi have solgt danske Værdipapirer; vi have i Udlandet faaet aabnet et Marked for danske Værdipapirer og derved opnaaet, at vi have kunnet forøge Massen af vore Gældsbeviser og kunnet afsætte dem med nogenlunde Lethed og til gode Kurser. Dette har været en Fordel for den indenlandske Produktion, og det har hjulpet den til nogenlunde uskadt at komme udover de vanskelige Tider med nedadgaaende Konjunkturer, der i saa høj Grad have været tilstede i største Delen af det Tidsrum, som fulgte efter 1875. Men Forholdet har ogsaa haft mindre heldige Følger. Derved, at vi kunde holde Virksomheden i fuld Gang og endog udvide den, om end ved Hjælp af fremmede Penge, opnaaedes det, at største Delen af Befolkningen vedblivende fik ret lønnende Beskæftigelse og derved i Virkeligheden ikke kom til i nogen større Grad at mærke de daarlige Tiders Tryk, Folk tjente ret godt og udvidede altsaa deres Forbrug. Et ret betegnende Udtryk herfor er det, at den Kapitalanvendelse, som har været den ubetinget største i de daarlige Tider efter 1875, er Anvendelse til Bygninger, mest Beboelseshuse. Assurancesummens overordentlige Tilvæxt viser dette. I København er Assurancesummen siden 1875 voxet med ca. 250 Mill. Kr., i Landdistrikterne er den fra 1875 til 1888 voxet med 3 à 400 Mill. Kr. og i Købstæderne har den ligeledes været i en rask Tilvæxt. Denne Anvendelse af Hundreder af Millioner Kroner til Bygninger, hvoraf den største Del til Beboelse, er ret mærkelig paa en Tid,

hvor den indenlandske Produktion har arbejdet under særlig vanskelige Betingelser. Det er jo ganske vist et Gode for Befolkningen, at den kan bo bedre end før, men om det nationaløkonomisk set har været klogt at anvende saa kolossale Summer hertil og det netop i »daarlige Tider«, turde være tvivlsomt. Det forekommer mig sandsynligt, at den Lethed, man har haft ved at sælge danske Papirer til Udlandet, har været medvirkende til det omfattende Byggeri, thi derved at det udenlandske Marked optog vore Kreditforenings- og Hypothekbankobligationer, blev det muligt stadigt at afsætte disse til god Kurs og derved at skaffe billig og let Kapital til Byggeforetagender. Den gode Side ved at vore Værdipapirer ere gaaede til Udlandet, er altsaa den, at vi i vanskelige Tider have faaet Kapital derfra. Den mindre gode Side er den, at vi for en stor Del have benyttet denne lette Adgang til Kapital til at udvide vort Luxusforbrug navnlig ved Nybygninger*).

*) Mit Foredrag i Nationaløkonomisk Forening omhandlede kun den statistiske Del, selve Opgørelsen af vort Mellemværende med Udlandet og Tilbagegangen deri siden 1872. Slutningsbemærkningerne om den Betydning, som denne Tilbagegang har, har jeg tilføjet senere, og de angive den Opfattelse, som blev gjort gældende i den Diskussion, der fulgte efter Foredraget, og hvori Prof. Scharling, Lektor Maar, Kontorchef Rubin, Vexellerer Bing, Grosserer Muus, Overpostmester Petersen m. fl. foruden Forfatteren deltog. V. F. H.