

DANSK PENGEHISTORIE

Af

KNUD ERIK SVENDSEN

SVEND AAGE HANSEN

ERLING OLSEN

ERIK HOFFMEYER

DANSK PENGEHISTORIE 1700 - 1960 1-3

Bind 2: 1914 - 1960

Sats og tryk: Andelsbogtrykkeriet i Odense

Indbinding: Carl Nielsens Bogbinderi, Odense

Teknisk tilrettelægning: Stephan Kehler

Fotografisk optryk 1998

Fotoarbejde: Danmarks Nationalbank

Tryk: Islev Tryk, Rødovre

ISBN: 87-87251-10-8

DANSK PENGEHISTORIE

1914-1960

Af ERLING OLSEN og ERIK HOFFMEYER

Indholdsfortegnelse

Perioden 1914-1931

AF ERLING OLSEN

1. Det pengepolitiske drama.....	11
Scenen (11) – Hovedrollerne (14) – De tre akter (17)	
2. Den første verdenskrig	18
Krigsudbruddet (18) – Lukning af børsen (19) – Loft over udtrækkene (20) – Suspension af guldindløsigheden (21) – 1- og 2-krone sedler (21) – Henstandslovgivning (22) – Bistand til pengeinstitutterne (24) – Bistand til staten (26) – Ændring af diskontoen (28) – Forslag til ny oktroj (28) – Universitetets kritik (31) – Rigsdagsbehandlingen (34) – De gennemførte ændringer (35) – Sammenfatning (38) – Krigsøkonomien (39) – Den realøkonomiske udvikling (39) – Kreditudvidelsen (41) – Pris- og lønudviklingen (43) – Rationeringer og maksimalpriser (44) – Ledige penge (44) – Sammenfatning (45) – Axel Nielsens analyse (46) – Tidens penge- og kreditteori (46) – Den svenske guldspærring (48) – Svenske krav til Danmark (49) – Den danske guldspærring (50) – Axel Nielsens konklusioner (52) – Nationalbankens forsvar (53) – De krigsførendes krav (55) – Danske guldkøb og udlån (55) – Det første store lån (56) – De følgende lån (57) – Det politiske ansvar (59) – Sammenfatning (60)	
3. Normaliseringen.....	61
Den fælles målsætning (61) – Den internationale konjunkturudvikling (61) – Den danske målsætning (62) – Den danske konjunkturudvikling (65) – Produktion og levestandard (67) – Pengeværdien (68) – Pengepolitikken (69) – Banker og sparekasser (71) – Året 1922 (73) – Sammenfatning (74) – Nationalbankens public relations virksomhed (75) – Kravet om en indkomstpolitik (76) – De små midlers politik (77) – Valutafællesrådet (79) – Valutakommissionen (84) – Fortsat »produktionsbeskyttelse« (85) – Skeen i den anden hånd (86) – Valutakonferencen (87) – Målet for valutapolitikken (88) – Midlerne i valutapolitikken (90) – Fællesudtalelsen (91) – Kursegaliseringsfonden (92) – Den store fiasko (93) – Banken presser regeringen Neergaard (95) – Regeringen snyder banken (96) – Regeringen Stauning (97) – Maksimalkurs på dollars (99) – Kronens hastige stigning (100) – Nationalbanken holder igen (102) – Kronen går i pari (103) – De politiske følger af pariføringen (104) – Sammenfatning (104)	

4. Normale tider	107
Guldbarrefoden (107) – Dækningsreglerne (110) – Den skandinaviske møntunion (113) – Sammenfatning (116) – En overvurderet valuta (117) – Den økonomiske vækst (119) – Pengepolitikken (123) – Institutionerne (127) – Sammenfatning (132)	
Appendiks A. Bank- og sparekasselovene af 1919	134
Appendiks B. Bankloven af 1930	147

Perioden 1931-1960

AF ERIK HOFFMEYER

1. De økonomiske hovedproblemer i 1930'erne	155
Verdenskrisens konsekvenser (155)	
2. England går fra gullet. Usikkerhed om målsætningen for valuta- og pengepolitikken	162
Pres på valutareserven (162) – Fastlæggelse af kurspolitikken (163) – Mislykket forsøg på at lempe kreditpolitikken (167) – Fornyet krav om lempelse af kreditpolitikken. Afleveringspligtens ophævelse (169)	
3. Kanslergadeforliget. Rentesænkning og konvertering af landbrugets gæld	176
Valutakursen lægges fast over for sterling (176) – Konverteringsforsøget vedtages. Krisefonden (178) – Første forsøg. Parikonvertering (183) – Andet forsøg. Konvert- ering under pari (186) – Tredje forsøg. Parikonvertering (192) – Hvorfor lykkedes det ikke at sænke renten? (200)	
4. Valutaaktionen. Forsøg på at gennemtvinge en yderligere devaluering	202
L. S. går til aktion (202)	
5. Normalisering og afspænding	207
De billige penges politik opgives (207)	
6. Ændring af nationalbankloven	212
Forpostfægtninger (212) – Realitetsforhandlinger med regeringen 1933-34 (216) – Rigsdagsforhandlinger om nyordningen (219)	
7. Realøkonomisk udvikling under krig og besættelse	225
Forrykkelse af den økonomiske balance mellem land og by (225)	
8. Valutamangel fra krigens udbrud til besættelsen	229
Usikkerhed om valutakursen (229)	

9. Besættelsen. Tyske betalingsmidler eller danske?	232
Omløb af tyske penge afværges (232)	
10. Forhandlinger om en told- og møntunion. Revalueringen ..	235
Det danske initiativ (235)	
11. Foranstaltninger mod pengeirrigeligheden	240
Rentefald (240) – Omfattende konvertering (240) – Binding af de ledige penge (243)	
12. Genopbygning og pengesanering	250
Det økonomiske tab under besættelsen (250) – Undertrykt inflation og valutavanskeligheder (250) – Finanspolitikken dominerer. Behov for bedre planlægning af den økonomiske politik (253)	
13. Sterlingkursen. Pengesaneringen 1945–47	255
Engelsk vurdering af kronen (255) – Venstreregeringens vaklen med hensyn til valutakursen (255) – Sanering uden nettoopsugning (257) – Formueafgifter og pengeirrigelighedspapirer (260) – Kassereresvekravene lempes mod nationalbankens råd (261)	
14. Marshallhjælp. Forsøg på at fastholde en lav rente 1948–50	263
Pres på valutilikviditeten (263) – Den nye regerings pengepolitiske målsætning (264) – Forsøg på stramning af pengepolitikken i vinteren 1947–48 (265) – Omslag i efteråret 1948 (268) – Konjunktursvækkelse. Sterlingdevaluering. Kassereresvekraverne ophæves (271) – Ekspansion og valutatab. Diskontoforhøjelse og ophævelse af genbelåning af byggelån (273)	
15. Langsom vækst indtil bytteforholdsforbedringen i 1957.....	278
Omstilling til industrisamfund (278)	
16. Stramning af den økonomiske politik. Brevtaften.....	282
Kriseforlig (282)	
17. Statens træk på nationalbanken. Forsøg på at indføre kassereresvekrager	287
Atter pres på valutilikviditeten (287) – Forsøg på at indføre variable kassereresvekragerbestemmelser i bankloven (290)	
18. Forbedring af statsfinanserne. Hvordan skal kasseoverskuddet anvendes?.....	293
Staten trækker sig ud af boligfinansieringen (293) – Efterskrift (295)	
19. Institutionerne på penge- og kapitalmarkedet.....	298
Placeringsregler (298) – Banker og sparekasser (300) – Forsikringsselskaber og pensionskasser (302) – Kredit- og hypotekforeninger. Lånefonden for kortfristede prioritetsslån (303) – Staten som långiver og garant (306) – Nye obligationsudstedende institutter (310) – Statistisk oversigt (318)	
20. Pengepolitikens betydning	319
Banksystem og kapitalmarked (319) – Bankernes kreditudvidelse (321) – Obligationsrenten (327)	
Personregister	333
Sagregister.....	337

1. Det pengepolitiske drama

Indledning

Tiden fra første verdenskrigs udbrud i 1914 til sterlingkrisen i 1931 var ganske bevæget.

De ydre vilkår for Danmarks økonomi ændredes med mellemrum så kraftigt, at en tilpasning blev uomgængeligt nødvendig. Men denne tilpasning vanskeliggjordes af udenrigspolitiske og indenrigspolitiske hensyn.

I visse perioder, ikke mindst under første verdenskrig, lagde sikkerhedspolitiske hensyn bånd på landets økonomisk-politiske handlefrihed. I andre perioder var det i højere grad traditionelle handels- og valutapolitiske hensyn.

De indenrigspolitiske begrænsninger af den økonomisk-politiske handlefrihed kunne være hensynet til partistillingen i folketinget eller hensyn til mere eller mindre velorganiserede interessegrupper.

De fornødne pengepolitiske afgørelser måtte derfor ofte træffes i spændte situationer, hvor en række, modsat rettede hensyn afvejedes overfor hinanden.

I det følgende beskrives dette drama. Men først et par ord om scenen, hovedrollerne og stykkets tre akter.

Scenen

Scenen er det danske penge- og kapitalmarked. Dens opbygning illustreres af tabel 1.1, som bringer en oversigt over markedet for fordringer.

Nu består penge- og kapitalmarkedet både af markedet for fordringer og af markedet for ejendomsbeviser, herunder aktier. Pengepolitisk har markedet for ejendomsbeviser dog ikke tilnærmelsesvis den interesse som markedet for fordringer. Dramaet udspilles derfor hovedsagelig på den del af scenen, som kortlægges af tabel 1.1.

Tabellen gør ikke krav på fuldstændighed. Den præsenterer blot de vigtigste forbindelser imellem kreditorer og debitorer. Den bringer heller ingen talmæssige oplysninger, hvor ønskeligt det end kunne være.¹⁾ Men

¹⁾ I Poul Winding, *Det danske Kapitalmarked*, udgivet af Bikuben, København 1958, bringes i tavleheftet tabel 17.1., forsøgsvis en fordringsbalance for 1955 indeholdende en del talmæssige oplysninger. Der er dog ikke tale om en ren fordringsbalance, idet oplysninger om aktier er medtaget, og Poul Windings systematik afviger i øvrigt noget fra den her anvendte. Dette skyldes dels, at denne fremstillings formål ikke helt falder sammen med Windings, og dels at Winding for 1955 havde adgang til fyldigere statistiske oplysninger end dem, der foreligger for 1914.

Tabel 1.1 Hovedtyper af fordringer omkring 1914

Debitorer Kreditører	Borgere	Virksomheder	Kommuner	Staten	Udlandet
	Borgere	Virksomheder	Kommuner	Staten	Udlandet
Borgere	Gældsbeviser Veksler Pantebreve	Veksler Pantebreve Obligationer	Obligationer	Obligationer Skillemønt	Indlån i penge- institutter Veksler Obligationer
Virksomheder	Gældsbeviser Afbetalings- kontrakter Veksler Pantebreve Varekreditter	Gældsbeviser Afbetalings- kontrakter Veksler Pantebreve Obligationer Varekreditter	Obligationer Varekreditter	Obligationer Skillemønt Varekreditter	Indlån i penge- institutter Gældsbeviser Veksler Obligationer Varekreditter
Kommuner	Gældsbeviser Pantebreve	Gældsbeviser Pantebreve	Obligationer	Obligationer Skillemønt	Obligationer
Staten	Gældsbeviser Pantebreve	Gældsbeviser Pantebreve	Obligationer Gældsbeviser		Indlån i penge- institutter Obligationer
Udlandet	Veksler	Gældsbeviser Veksler Obligationer Varekreditter	Obligationer	Obligationer	
National- banken	Udlån Veksler	Udlån Veksler Obligationer	Udlån Obligationer	Udlån Obligationer Skillemønt	Udlån til penge- institutter Indlån i penge- institutter Ikke udnyttede kredittilsagn Veksler Obligationer
Banker	Udlån Veksler Pantebreve	Udlån Veksler Pantebreve Obligationer	Udlån Obligationer	Obligationer Skillemønt	Udlån til penge- institutter Indlån i penge- institutter Ikke udnyttede kredittilsagn Veksler Obligationer
Sparekasser	Udlån Veksler Pantebreve	Udlån Veksler Pantebreve Obligationer	Udlån Obligationer	Obligationer Skillemønt	Obligationer
Forsikrings- selskaber	Udlån Pantebreve	Udlån Pantebreve Obligationer	Udlån Obligationer	Obligationer Skillemønt	Obligationer
Realkredit- institutter	Pantebreve	Pantebreve	Pantebreve		
Overformynd- eri o. a. forvalt- ningsinstitutter	Udlån Pantebreve	Udlån Pantebreve	Udlån Obligationer	Obligationer	Obligationer

National- banken	Banker	Sparekasser	Forsikrings- selskaber	Realkredit- institutter	Overformyn- deri o. a. forvaltnings- institutter
Indlån Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Veksler	Indlån	Policers tilbagekøbs- værdi	Obligationer	Recepisser
Indlån Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Veksler	Indlån		Obligationer	Recepisser
Sedler	Indlån	Indlån		Obligationer	
Indlån Sedler				Obligationer	
Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Veksler	Indlån	Policers tilbagekøbs- værdi	Obligationer	Recepisser
	Udlån Veksler	Udlån		Obligationer	
Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Udlån	Udlån		Obligationer	
Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn	Indlån		Obligationer	
Sedler	Indlån	Indlån	Genforsikr. pol.s tilbage- købsværdi	Obligationer	
	Pantebreve	Pantebreve	Pantebreve		
Indlån	Indlån	Indlån		Obligationer	

den viser, at der går mange veje fra kreditorer til debitorer. Derved antyder den en vis elasticitet i pengesystemet. Dette spiller en rolle for pengepolitikens muligheder.

Tabel 1.1 viser endvidere, at nationalbanken ene af alle kunne udstede sedler. Reglerne for denne seddeludstedelse var fastsat i loven af 12. juli 1907 om forlængelse af nationalbankens oktroj fra 1. august 1908, jfr. bind 1, side 364–367.

Desuden fremgår det af tabellen, at nationalbanken blandt sine kunder havde enkeltpersoner, virksomheder og kommuner. Omkring 1. verdenskrigs udbrud var hovedkunderne dog staten og de private pengeinstitutter.

Med staten havde nationalbanken fra 1. april 1914 en overenskomst, som gjorde nationalbanken til statens bankier, hvilket bl. a. betød, at størstedelen af statens disponible kassebeholdning skulle placeres i nationalbanken.

Blandt de private pengeinstitutter var det navnlig de private banker, som betjentes af nationalbanken. Hovedproblemerne var dels, i hvilket omfang nationalbanken skulle forsyne de private banker med likvide midler, dels under hvilke omstændigheder nationalbanken skulle komme nødstedte pengeinstitutter til hjælp for at undgå „run“ på banker og sparekasser. Overvejelser om sådan nødhjælp er bl. a. omtalt i bind 1, side 376–383, i forbindelse med krisen 1907–08.

Denne krise gav iøvrigt anledning til krav om en særlig banklovgivning og en skærpelse af sparekasseloven af 1880. I 1910 nedsattes en kommission, som afgav betænkning i 1912. Ved første verdenskrigs udbrud var det endnu uafklaret, hvad der skulle ske.

Forsikringsselskaberne, som (jfr. tabel 1.1) havde en række forbindelser til andre institutioner på penge- og kapitalmarkedet, var ikke undergivet nogen pengepolitisk interessant lovgivning i 1914.

Realkreditinstitutternes forhold er beskrevet i bind 1, side 273–277.

Det er værd at bemærke, at scenens opbygning undergår stadige forandringer, medens dramaet står på. En del af disse, f. eks. ændringerne i styrkeforholdet mellem banker og sparekasser, omtales efterhånden som fremstillingen skrider frem. Andre, d. v. s. lovgivningen om institutionerne, behandles i appendiks A og appendiks B.

Hovedrollerne

Dramaets hovedroller spilles af staten, nationalbanken og universitetet.

I *statens* rolle optrådte ved første verdenskrigs udbrud ministeriet Zahle, repræsenterende partiet Det radikale Venstre. De pengepolitisk interessante personer var her konseilspræsident, justitsminister og dermed kongelig

bankkommissær, Carl Th. Zahle, udenrigsminister Erik Scavenius, finansminister Edvard Brandes og handelsminister Hassing Jørgensen.

Carl Th. Zahle, f. 1866, var jurist af uddannelse, uhyre indsigtfuld, en dreven debattør og en stor taktiker.

Erik Scavenius, f. 1877, var økonom af uddannelse. Ved sin udnævnelse til minister havde han en diplomatisk karriere bag sig. Hans dispositioner prægedes af en kølig afvejning af økonomiske og sikkerhedspolitiske hensyn.

Edvard Brandes, f. 1847, var broder til Georg Brandes og en udpræget talsmand for byradikalismen. Han uddannedes som filolog, blev dr. phil. og udøvede en betydelig skribentvirksomhed. I sin finansministertid lagde han betydelige administrative og parlamentariske evner for dagen.

J. Hassing Jørgensen, f. 1872, var bankuddannet. Efter en fremgangsrig periode som erhvervsmand kom han ind i politik ved ministerudnævnelsen i 1913. Han led dog noget under sin manglende parlamentariske erfaring.

I *nationalbankens* rolle optrådte de fem direktører: Winther, Lauridsen, Stephensen, Rubin og Ussing.

Jens Peter Winther var kongevalgt direktør. Han var født i 1854 og uddannet som jurist. Efter en kort tid som sagførerfuldmægtig gik han ind i en embedskarriere, som han i 1897 forlod for at blive direktør i Københavns Låne- og Discontobank. Herfra hentedes han i 1907 til nationalbanken. Han var så oplagt direktionens banktekniker.

Johannes Peder Lauridsen var bankens (kongevalgte) landbrugskyndige direktør. Han var født i 1847 og uddannet som landmand. Han engageredes dog tidligt i industriel virksomhed, bl. a. margarinefabrikation, omkring stationsbyen Vejen. Han deltog aktivt i politik og valgtes i 1907 til landstinget for partiet Venstre. Udnævnelsen til nationalbankdirektør i 1908 forhindrede ham ikke i at fortsætte i landstinget, hvor han blev til 1918.

Westy Stephensen, f. 1868, var handelsuddannet og en overgang indehaver af et islandsk kommissionsfirma. I 1908 blev han medlem af grosserer-societetets komité, og dér fortsatte han indtil 1933, selv om han i 1913 blev nationalbankdirektør. Stephensen var direktionens valutaekspert.

Marcus Rubin, f. 1854, var uddannet som økonom. Han havde ved sin udnævnelse til nationalbankdirektør i 1913 en strålende embedskarriere og et omfattende, højt respekteret, videnskabeligt forfatterskab bag sig. I 1896 var Rubin blevet chef for statens statistiske bureau, men det holdt hårdt, da mange anså det for betænkeligt at give så stor en post til en person med Rubins radikale anskuelser¹⁾. Efter systemskiftet blev han generaltold-

¹⁾ Da Rubin blev kommandør af 1. grad, skrev *Klods-Hans*, den 17. oktober 1913, side 37: „Nationalbankdirektøren, fordom radikal-frondøren, men *den* tid var glemt og død, den gang en rubin var rød“.

direktør og chef for skattedepartementet. Derigennem kom han til at yde et meget stort og anerkendt arbejde i tilknytning til skattereformen af 1903 og toldloven af 1908. I kraft af sin faglige økonomiske indsigt, sin fremragende formuleringsevne og hele personlighed blev Rubin en af direktionens ledende kræfter.

Carl Th. Ussing, f. 1857, var søn af nationalbankdirektør W. Ussing. Han uddannedes som jurist og blev i 1884 dr. jur. på en afhandling om A. S. Ørsted som retslærd. Sin betydeligste juridiske indsats kom han dog til at øve indenfor arbejdsretten. Fra 1899-1910 var han næstformand for Den permanente Voldgiftsdomstol. I 1908 blev han formand for et af arbejdsmarkedets parter nedsat fællesudvalg, som skulle overveje fremgangsmåden ved løsning af arbejdskonflikter på områder, hvor septemberforliget af 1899 ikke gav klare regler. Resultatet af udvalgets arbejde blev den såkaldte „norm for regler for behandling af faglig strid“ med den skelsættende opdeling af konfliktstoffet i retskonflikter og interessekonflikter. Dette var i alt væsentligt Ussings værk, og da Den permanente Voldgiftsdomstol i 1910 afløstes af Den faste Voldgiftsret overtog Ussing helt naturligt formandsposten. Denne post beholdt han indtil 1920 til trods for udnævnelsen til nationalbankdirektør i 1914. Ussings nære kontakt med arbejdsmarkedets parter har næppe været uden betydning for det hensyn, han som nationalbankdirektør mente at måtte tage til produktion og beskæftigelse. Ussing fik et udmærket samarbejde med Rubin og udadtil stod de to som nationalbankens ledere. I den første del af deres samarbejdsperiode var det navnlig Rubin, der støbte kuglerne, og Ussing, som med megen virtuositet fyrede dem af. Han satte gerne sine tanker på tryk, holdt en del foredrag og svang med mellemrum svøben over sine medborgere.¹⁾

I *universitetets* rolle optrådte professor Axel Nielsen, f. 1880. Han var dr. polit. på en afhandling om den faldende rigsdalerværdi i Danmark i tiden 1671-1726. I 1911 blev han efter konkurrence professor ved Københavns universitet. Han var uhyre belæst, stringent i sin tankegang, grundig og nøjagtig i sin fremstillingsform, fuld af selvtillid og tilsyneladende overbevist om, at han som repræsentant for den økonomiske videnskab måtte holde nationalbanken til ilden i kampen for en stabil pengeværdi. Til billedet af Axel Nielsen hører, at han var alvorsmand.

Under dramaets afvikling ændredes rollebesætningen løbende. Dette vil blive bemærket efterhånden som fremstillingen skrider frem.

¹⁾ Se bl. a. hans to foredrag „Offentlig moral“, holdt den 25. september 1908 (efter Alberti-katastrofen) i Juridisk Forening, og „Kollektiv moral“, holdt i 1921 i Pædagogisk Selskab. Begge foredrag udsendtes i pjeceform på G. E. C. Gads Forlag. De er genoptrykte i *Carl Ussing i skrift og tale*, udgivet af Oluf H. Krabbe, København 1935, s. 473-491 og s. 492-512.

De tre akter

Stykkets første akt udspilles under den første verdenskrig, hvor landets økonomi skulle omstilles fra freds- til krigsforhold.

Anden akt dækker perioden fra våbenstilstanden i 1918 til genoptagelsen af guldindløseligheden pr. 1. januar 1927. I første del af denne periode var genopbygningen og produktionens omstilling til normale forhold det centrale. Dernæst var genindførelsen af guldindløseligheden et af de vigtigste mål for den økonomiske politik.

Tredje og sidste akt foregår i tiden fra pariføringen i 1927 til sterlingkrisen i 1931. I denne periode skulle man lære at leve med en lidt vakkelvorn guldfod.

Og nu til første akt.

2. Den første verdenskrig

Indledning

Når man i dag ser tilbage på den første verdenskrig, falder det i øjnene, at centralbankerne i de fleste lande stilledes over for to forskellige sæt problemer.

Det første sæt problemer fremkaldtes af selve krigsudbruddet. Mange folk blev opskræmte og foretog sig noget ekstraordinært under indtryk af de ekstraordinære forhold. Her blev det så centralbankernes opgave at bidrage til at skabe ro.

Det andet sæt problemer var knyttet til den tid, hvor krigen var blevet hverdag, og befolkningen havde vænnet sig til at leve med den. Da drejede det sig om at indpasse pengepolitikken i krigsøkonomien.

Det vil være hensigtsmæssigt at behandle hver problemkreds for sig.

Krigsudbruddet

På en række udenlandske penge- og kapitalmarkeder skabte de internationale forviklinger nærmest panik i slutningen af juli og begyndelsen af august 1914. Danskerne tog situationen roligere, men ikke roligt nok.

Den spændte situation skabte hos alt for mange mennesker et ønske om at se rede penge. Dette gav sig forskellige udslag.

For det første søgte mange at realisere deres aktier og obligationer. Dette trykkede kurserne så meget, at det blev aktuelt at lukke børsen.

For det andet ønskede mange deres indskud i banker og sparekasser ombyttet med kontanter. Dette blev en så alvorlig belastning for pengeinstitutterne, at man måtte begrænse retten til udtræk.

For det tredje ønskede mange deres pengesedler ombyttet med guld. Dette følte som en så alvorlig trusel imod nationalbankens guldbeholdning, at sedlernes gulddindløselighed måtte suspenderes.

For det fjerde søgte mange at hamstre sølv, bl. a. ved at gemme skille-mønt. Dette nødvendiggjorde udstedelsen af 1- og 2-krone sedler.

For det femte strammedes kreditten ekstraordinært virksomhederne imellem. Dette bragte så mange foretagender i likviditetsvanskeligheder, at en henstandslovgivning kom på dagsordenen.

For det sjette kom en række pengeinstitutter på grund af de ekstraordinære udtræk fra udlånskunder i så store vanskeligheder, at bistand fra nationalbanken blev nødvendig.

Ved siden af kreditterne til private og til pengeinstitutterne måtte nationalbanken ved krigsudbruddet yde staten finansiell bistand.

Alt i alt følte nationalbanken sig således tvunget til at udstede sedler i et langt større omfang, end oktrojen tillod. Dette rejste spørgsmålet om en ændring af oktrojen.

Når man så alligevel havde oktrojen til debat kunne man ved siden af seddeldækningsreglerne lige så godt drøfte spørgsmålet om det finansielle forhold imellem stat og nationalbank samt spørgsmålet om hvilken minister, der skulle være kongelig bankkommissær.

I det følgende skal vi gennemgå disse problemer ét efter ét.

Lukning af børsen

Under indtryk af den almindelige frygt for fremtiden søgte en del mennesker at komme af med deres aktier og obligationer for at få rede penge i stedet. Da der ikke dengang kunne være tale om massive støtteopkøb fra nationalbanken, måtte værdipapirene afsættes til folk med en mere optimistisk indstilling, og dem var der ikke mange af. Derfor måtte kurserne vige. Fra den 1. til den 31. juli faldt obligationskurserne en 3-4 points, og aktiekurserne trykkedes føleligt.¹⁾ Der blev fra forskellig side appelleret til publikum om at tage den med ro,²⁾ men det var tilsyneladende ikke tilstrækkeligt, og man begyndte da at drøfte, hvorvidt man også her i landet skulle lukke børsen. Flere udenlandske børser var blevet lukket i de sidste dage af juli.

Den 29. juli 1914 mødtes handelsminister Hassing Jørgensen med kursnoteringsudvalgets formand, vekselerer Reimann, og repræsentanter for de fem hovedbanker.³⁾ Resultatet af drøftelserne blev, at kursnoteringen fort-

¹⁾ Se Einar Cohn, *Oversigt over økonomiske tilstande*, København 1915, tabel II, side 10-13.

²⁾ Bl. a. af professor, dr. polit. L. V. Birck, MF, der den 27. juli 1914 i *Nationaltidende* skrev: „Vor formue er i reglen fastbundet i fabrikker, varer og fast ejendom. Denne kapital er ofte repræsenteret ved aktier, obligationer og gældsbeviser. Den enkelte opgør sin formue efter omsætningsværdien af hans kapital; medens mine passiver og forpligtelser forbliver uforandrede under krig og kriser, så skifter mine aktiva og tiltilgodehavende værdi fra dag til dag, uden egen skyld; de samme aktiver, som under den ene dag rigeligt opvejer mine passiva, kan den næste dag få så meget ringere værdi, at jeg er insolvent. Har jeg fornuft nok til ikke at likvidere, og mine forpligtelser på den anden side ikke er forfaldne, kan jeg vente, at et af krise, krig eller rygter fremkaldt nedslag i min formues omsætningsværdi atter vil ophøre. Vort første er da at holde ud, at undlade at realisere, når det ikke er strengt nødvendigt; thi de værdier, der nu viger tilbage, vil atter komme frem igen.“ Her citeret efter *Børsen*, den 28. juli 1914.

³⁾ Nationalbanken, landmandsbanken, privatbanken, handelsbanken samt disconto- og revisionsbanken.

sattes som sædvanlig, imod at der gennemførtes visse præventive foranstaltninger. De fem hovedbanker vedtog således indtil videre at frafalde krav om indbetalinger på lån på børspapirer, så længe kursværdien af de håndpantede værdier ikke gik under lånebeløbet. En lignende foranstaltning var nogle dage forinden gennemført af Berlins store banker, og den hilstes med tilfredshed af bl. a. dagbladet Børsen, fordi „den yder publikum en vidtrækkende betryggelse og hindrer en yderligere demoralisation af markedet gennem tvangssalg og realisation af svage positioner.“¹⁾

Desuden vedtog kursnoteringsudvalget efter handelsministerens henstilling, at ingen kursnoteringsdeltager indtil videre måtte medvirke ved baiseseforretninger.

Fredag den 31. juli 1914 var man noget i tvivl om, hvorvidt der fortsat burde holdes børs på normal måde, men man gjorde det, idet man dog besluttede, at der ikke skulle finde nogen officiel notering sted om lørdagene i august måned. Så havde man weekend'en til at tænke sig om. Mandag den 3. august 1914 bekendtgjorde grosserer-societetets komité, at der indtil videre ikke var nogen officiel notering af aktie- og obligationskurser på Københavns børs.

Lukningen af fondsbørsen betød ikke, at omsætningen gik i stå. Blot, at man ikke noterede kurserne. Hvad opnåede man da ved at suspendere kursnoteringen? To ting håbede man. Dels undgik man, at daglige meddelelser om faldende kurser skabte yderligere uro. Dels gjorde man det betænkeligt for udenlandske indehavere af danske værdipapirer at søge disse solgt, når der ikke forelå præcise, officielle angivelser af kurserne.²⁾

Loft over udtrækkene

Publikums ønske om at se kontanter gav sig som nævnt tillige udslag i ekstraordinært store udtræk af indskudsmidler fra banker og sparekasser.

Ihukommende 1907-08 var man en overgang bange for et formeligt „run“ på pengeinstitutterne.

På denne baggrund vedtog rigsdagen den 2. august 1914 en bemyndigelseslov,³⁾ hvorefter handelsministeren, så længe situationen krævede det, kunne bestemme, at der som hovedregel ikke kunne forlanges udbetalt mere end 300 kr. om ugen af indskud i bank eller sparekasse. Det understregedes under lovens behandling i rigsdagen, at det alene var hensigten

¹⁾ Se Børsen, den 30. juli 1914.

²⁾ Einar Cohn mener i *Danmark under den store Krig*, København 1928, side 32, at de store pengeinstitutter navnlig frygtede en stærk tilbagestrømning af værdipapirer fra Tyskland.

³⁾ Midlertidig lov nr. 156 af 2. august 1914 om udbetaling af indlån og sparekassेमidler.

at bremse de unormale udtræk af pengeinstitutterne, men ikke at lægge hindringer i vejen for den normale omsætning.

Allerede den 4. august 1914 kunne dagbladet Børsen oplyse, at loven havde haft en gunstig virkning, samt at den fra bankernes side var blevet anvendt med megen kulance og naturlig hensyntagen til individuelle forhold, hvilket havde bidraget til publikums beroligelse.

Suspension af guldindløseligheden

En del af de mennesker, som havde sikret sig kontanter i form af penge-sedler, var ikke tilfredse hermed. De ville have ædelt metal og helst guld. Derfor gik de til nationalbanken, som i henhold til oktrojen havde pligt til at indløse sedler med guld.

Denne situation var ikke holdbar. Den 31. juli 1914 skrev nationalbankens direktion til finansministeren og bad om at få guldindløseligheden suspenderet. Det skete ved en hastigt vedtaget lov af 2. august 1914. Indtil den 1. oktober 1914 overlod loven det til nationalbanken selv, om den ville indløse sine sedler med guld. Sidenhen blev loven forlænget med korte mellemrum.

Under folketingsdebatten sagde finansminister Edvard Brandes, at selv om nationalbanken nægtede at indløse sedlerne ville pengeværdien ikke derved falde, „thi dette, at guldet findes i nationalbanken, gør da ikke seddelen mindre værdifuld.“¹⁾

Den 6. august 1914 fulgtes suspensionen af guldindløseligheden op med en lov, som forbød udførsel af ædle metaller. Hermed søgte man yderligere at værne landets guldbeholdning.

1- og 2-krone sedler

Da det nu ikke længere var muligt at få guld, søgte nogle mennesker at skaffe sig sølv ved bl. a. at tilbageholde større mængder skillemønt. Dette blev en alvorlig belastning for den daglige omsætning. Nationalbanken bad derfor lovgivningsmagten om en bemyndigelse til at udstede 1- og 2-krone sedler. Ifølge oktrojen måtte banken ikke udstede sedler, der lød på mindre beløb end 5 kr. Den 14. august 1914 fremsattes og gennemførtes et lovforslag om udstedelse af 1- og 2-krone sedler.

Under behandlingen i landstinget oplyste nationalbankdirektør Lauridsen, som var partiet Venstres ordfører, at nationalbanken havde rigeligt med sølv, men at mønten ikke ville være i stand til at udmønte tilstrækkeligt

¹⁾ *Folketingstidende*, Overordentlig samling 1914, spalte 27.

til at dække omsætningens behov, hvorfor nationalbanken måtte have tiladelse til at udsende (de allerede trykte) 1- og 2-krone sedler.¹⁾

Loven skulle gælde, indtil man genindførte guldindløseligheden og ophævede forbudet imod eksport af ædle metaller.

Henstandslovgivning

Det almindelige ønske om at se kontanter måtte også få følger for kreditgivningen virksomhederne imellem.

Kreditorerne blev således ganske ivrige for at få deres tilgodehavender hjem. Nogle frygtede, at de urolige forhold kunne vælte deres debitorer omkuld, og så gjaldt det om at få pengene, medens debitorerne endnu kunne betale. Andre var selv kommet i klemme. De kunne være ramt af udenlandske henstandslove, som frøs deres tilgodehavender fast. De kunne have mistet kreditmuligheder hos udenlandske og indenlandske pengeinstitutter. Eller de kunne være præsenteret overfor uvante betalingsfrister for varer, som skulle købes.

Betalingsbetingelserne strammedes nemlig meget stærkt. Den 4. august 1914 kunne dagbladet Børsen bringe en protest fra Randers handelsforening „imod den fra forskellige fabrikker og grossisters side fremkomne fordring om kontant betaling og imod unødvendig indskrænkning af betalingsfristen for varer.“

Alt dette medførte, at mange virksomheder kom i likviditetsvanskeligheder. Det var da nærliggende at forlange en henstandslovgivning i lighed med, hvad man så i udlandet. Spørgsmålet var kun, hvor vidt man skulle gå.

Der blev meget hurtigt enighed om et moratorium i forholdet til udlandet. Man fandt det urimeligt, at danske tilgodehavender blev indefrosset som følge af andre landes henstandslovgivning, medens disse landes tilgodehavender i Danmark uhindret kunne forlanges betalt. Derimod var der stærkt delte meninger om betimeligheden af et indenlandsk moratorium.

På den ene side stod partiet Højre, som meget varmt gik ind for et vidtgående indenlandsk moratorium.

På den anden side stod partiet Venstre, som havde store betænkeligheder.

Regeringen var i syv sind. Handelsminister Hassing Jørgensen udbad sig den 5. august 1914 en fortrolig udtalelse fra nationalbanken, og så søgte han iøvrigt at trække afgørelsen ud ved at foranstalte en række møder med pengeinstitutterne og erhvervene.

Nationalbankens svar var klart. Det lød i al sin enkelhed:

¹⁾ *Landstingstidende*, Overordentlig samling 1914, spalte 115.

„Nationalbankens direktion udtaler enstemmigt, at det anser et indenlandsk moratorium for upåkrævet og fordærveligt.

Den mener, at de traktatmæssige betænkeligheder ved et moratorium, der kun omfatter udland og ikke indland, dels i tider som disse er af mere teoretisk end praktisk art, dels må kunne elimineres ved et af de underhånden fremkomne forslag.

10/8 14

(underskrevet) Ussing. Marcus Rubin.¹⁾

Men der var andet, som gjorde indtryk på regeringen, bl. a. en udtalelse dagen efter, d. v. s. den 11. august 1914, fra Københavns borgerrepræsentation.

Konseilspræsident og justitsminister Zahle forelagde derfor den 14. august 1914 folketinget et forslag til lov om betalingshenstand, der ved siden af et udenlandsk moratorium rummede et begrænset indenlandsk.

Det er givet, at dette lovforslag har været upopulært i nationalbankens direktion. Og det ville være menneskeligt, om nationalbankdirektør, landstingsmand Lauridsen havde hvisket sit partis ordfører i øret, at nationalbanken i en fortrolig udtalelse til regeringen havde taget afstand fra et indenlandsk moratorium.

I hvert fald sagde partiet Venstre's ordfører, konsul August Birch (ikke at forveksle med professor, dr. polit. L. V. Birck, der var højremand) under folketingets 1. behandling, at man i hans gruppe nærede en vis ængstelse med hensyn til enkelte af lovforslagets bestemmelser, men at man ikke fandt det betimeligt „nu ved en forhandling her i salen at redegøre for, hvad vor ængstelse gælder“.²⁾ Derfor foreslog Birch, at lovforslaget gik i udvalg. Den taktiske baggrund for dette skridt kunne være, at et folketingsudvalg kunne bede regeringen oplyse om nationalbankens stilling i sagen.

Det politisk interessante er nu, at nationalbanken modificerer sit standpunkt en lille smule. I bilagene til direktionsprotokollen ligger under nr. 2054 en lille seddel. Med Marcus Rubins håndskrift og i blæk står der, med et par stilistiske blyantsrettelser (foretaget af Ussing?):

„Nationalbankens udtalelse var rettet imod det på udtalelsens tidspunkt fra flere sider fremkomne ønske om et almindeligt indenlandsk moratorium, og denne udtalelse fastholdes. På den anden side må banken, efter hvad der foreligger, tilråde et udenlandsk moratorium og altså kun så vidt et indenlandsk, som under hensyn til udlandet er strengt nødvendigt for at udstede det udenlandske“.

¹⁾ Bilag nr. 2054 til direktionsprotokollen.

²⁾ *Folketingstidende*, Overordentlig samling 1914, spalte 79.

Den lille lap er ikke dateret, og der skal ikke her gættes på, om den er skrevet og i sit indhold viderebragt før eller efter lovforslagets 1. behandling. Men den er sandsynligvis skrevet før 2. behandlingen i folketinget. Ministrene har kendt den, og konsul Birch har næppe været helt ubekendt med den. Muligvis har han hørt om den under udvalgsarbejdet.

Da nationalbankens mening i kraft af bankens almindelige anseelse havde en betydelig politisk værdi, måtte Birchs bestræbelser under udvalgsarbejdet gå ud på, at få fremlagt nationalbankens udtalelse. Omvendt måtte regeringens bestræbelser gå ud på at udnytte den lille indrømmelse, banken havde givet, samtidig med at den overførte folketingsudvalgets medlemmer understregede det landsskadelige i at offentliggøre nationalbankens begrundelse for sine synspunkter.

Den 18. august 1914 kom udvalgets betænkning, og samme dag gennemførtes folketingets 2. og 3. behandling. Under udvalgsarbejdet var det lykkedes at få afsvækket det indenlandske moratorium, men ikke nok til at tilfredsstille partiet Venstre. Folketingsdebatten blev derfor meget hed og en sand opvisning i den parlamentariske kunst. Begge parter søgte at tage nationalbanken til indtægt. Zahle ved at undgå sandheden uden at lyve. Konsul Birch ved at nærme sig sandheden uden at være indiskret. Zahle var imidlertid den behændigste, og udvalgsflertallets indstilling vedtoges af folketinget.

Hermed var slaget dog ikke tabt. Lovforslaget skulle i landstinget, og hvem kom til at sidde i landstingsudvalget? Nationalbankdirektør Lauridsen. Resultatet blev, at landstinget distancerede sig fra folketinget, hvorefter det indenlandske moratorium yderligere måtte afsvækkes, før forslaget den 20. august 1914 kunne vedtages endeligt.

Loven fik gyldighed til den 10. oktober 1914, men forlængedes i flere omgange indtil den 15. oktober 1915.

Bistand til pengeinstitutterne

Det pludselige bortfald af kreditmuligheder i udlandet og de fremmede moratorieordninger, som frøs danske tilgodehavender inde, medførte en øget kreditefterspørgsel hos de danske pengeinstitutter, der samtidig mistede kasse i kraft af publikums ekstraordinære udtræk. Det er ovenfor nævnt, hvorledes lovgivningsmagten søgte at værne banker og sparekasser imod usædvanlige udtræk.¹⁾ Her skal blot nævnes, at nationalbanken²⁾ under indtryk af de særlige forhold følte det som sin pligt at strække sig

¹⁾ Se side 20-21.

²⁾ Se skrivelse af 24. september 1914 fra nationalbankens direktion til den kgl. bankkommissær, optrykt som bilag 1 til forslag om lov til ændring i nationalbankens oktroj, forelagt i folketinget den 17. november 1914.

så vidt som muligt for at hjælpe pengeinstitutterne over likviditetskrisen, jfr. det følgende sammendrag af nationalbankens månedsbalancer juni-december 1914.

Tabel 2.1 Sammendrag af nationalbankens månedsbalancer, juni-december 1914

	AKTIVER					
	Veksler på indl.	Lån på værdipapirer	Korresp. i udl. ¹⁾	Guldbeholdning ²⁾	Andre konti	Balance-sum
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Ult. juni 1914....	40,5	11,2	36,5	76,6	47,1	211,9
- juli -	59,4	12,4	30,3	73,8	42,5	218,4
- aug. -	85,7	21,5	41,7	68,9	41,6	259,4
- sept. -	74,8	20,5	56,9	69,0	41,2	262,4
- okt. -	80,5	19,0	63,1	69,0	42,7	274,3
- nov. -	64,9	18,2	58,6	78,0	42,5	262,2
- dec. -	63,4	15,3	49,0	91,4	50,3	269,4

	PASSIVER			
	Seddelomløb	Folio	Andre konti	Balance-sum
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Ult. juni 1914.....	159,8	4,3	47,8	211,9
- juli -	156,5	9,5	52,4 ⁴	218,4
- aug. -	194,2	7,2	58,0 ⁵	259,4
- sept. -	211,3	5,4	45,7	262,4
- okt. -	224,2 ³	5,3	44,8	274,3
- nov. -	211,1 ³	6,3	44,8	262,2
- dec. -	206,6 ³	14,0	48,8	269,4

Materiale i nationalbanken.

- 1) Heri inkluderet nettoanfordringstilgodehavender hos Sveriges Riksbank, Norges Bank og Reichsbank samt svenske og norske sedler.
- 2) Omfatter kun guld i mønt og barrer.
- 3) Angående udstedelsen af 5 pct. rentebærende statsbeviser af 1914, se side 27.
- 4) Stigningen fra ult. juni til ult. juli skyldes navnlig en stigning i finansministeriets tilgodehavende.
- 5) Stigningen fra ult. juli til ult. august skyldes navnlig en stigning i nettoanfordringsgælden til Sveriges Riksbank, Norges Bank og Reichsbank.

Den støtte, nationalbanken ved krigsudbruddet ydede de private pengeinstitutter, fandt sted i form af en udvidet långivning mod almindelig bankmæssig sikkerhed. På passivsiden modsvarede udlånsstigningen stort set af en forøgelse af seddelomløbet.

I det omfang, de private banker havde folioindeståender i nationalbanken, blev denne likviditetsreserve benyttet under likviditetskrisen.

Tabel 2.2 Nationalbankens foliokonto

	I alt	Heraf		
		Bankers folio	Institutioners folio	Privates folio
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Ult. juni 1914.....	4,3	3,0	0,9	0,4
- juli -	9,5	7,2	0,9	1,4
- aug. -	7,2	1,9	1,4	3,9
- sept. -	5,4	1,7	1,0	2,7
- okt. -	5,3	1,6	1,6	2,1
- nov. -	6,3	2,8	1,5	2,0
- dec. -	14,0	10,1	2,8	1,1

Materiale i nationalbanken.

Stigningen i de privates folioindeståender fra ult. juli til ult. august skyldtes hovedsagelig deponering af beløb i forbindelse med moratorieordninger. Udbetaling af disse beløb fandt navnlig sted i løbet af september og oktober og afvikledes helt i løbet af december.

Bistand til staten

Også staten fik likviditetsproblemer som følge af krigsudbruddet. Man havde længe været klar over, at den internationale situation var spændt, og derfor bad finansministeriet allerede i 1912 nationalbanken om et fortroligt tilsagn om en særlig kredit på 20 mill. kr. i tilfælde af mobilisering.

Kreditte skulle ydes imod deponering af papirer af samme effektive værdi tilhørende statens reservefond og kassebeholdning. Da finansministeren ikke kunne råde over reservefondens midler, præciserede nationalbanken ved en skrivelse af 4. november 1912 til finansministeriet (der ved skrivelse af 31. oktober 1912 havde bedt om en skriftlig bekræftelse af den mundtlige, fortrolige aftale), at deponeringen af reservefondens midler hurtigst muligt måtte søges godkendt af lovgivningsmagten. Da der siden hen opstod tvivl om fortolkningen af nationalbankens tilsagn, meddelte banken ved skrivelse af 23. februar 1914 finansministeriet, at lovgivningsmagtens tilladelse burde søges snarest muligt, forinden der blev brug for lånet¹⁾.

Den 1. august 1914 fremsatte finansministeren et lovforslag, som rigsdagen gennemførte samme dag, hvorefter reservefondens samtlige midler inddroges midlertidigt i kassebeholdningen. Hermed var der skabt basis for sikkerhedsstillelsen.

Nogen større praktisk betydning i tiden omkring krigsudbruddet fik denne specielle kredit dog ikke, jfr. nedenstående oversigt over statens nettostilling overfor nationalbanken juni-december 1914.

¹⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 101 og 111.

Tabel 2.3 Statens nettostilling overfor nationalbanken juni-december 1914

Ult. juni 1914.....	2,3 mill. kr.
– juli –	7,4 – –
– aug. –	4,6 – –
– sept. –	1,3 – –
– okt. –	1,4 – –
– nov. –	–2,0 – –
– dec. –	–5,4 – –

Materiale i nationalbanken.

Der er set bort fra finansministeriets indlån som sikkerhed for jernbanelån, jfr. bilagstabel XIII.

En af grundene til, at statens træk på nationalbanken blev så forholdsvis begrænsede, var, at nationalbanken på anden måde rakte staten en hjælpende hånd. Den erklærede sig således indforstået med, at staten udstedte 1-årige rentebærende statsbeviser indtil et beløb af 25 mill. kr. Ved forelæggelsen af lovforslag herom, sagde finansminister Edvard Brandes den 1. august 1914 i folketinget: „Det, det her drejer sig om, er, kan man sige, at give staten en seddeludstedelsesret, som ellers tilhører nationalbanken. Disse statsbeviser er tænkt som sedler, der skal gå mand og mand imellem, og den 5 pct. rente vil jo sikkert gøre dem mere værdifulde end almindelige sedler.“¹⁾ Finansministeren understregede, at han havde truffet overenskomst med nationalbanken om en sådan ordning, og oplyste i øvrigt under lovforslagets behandling, at man både i 1864 og 1870 havde truffet en lignende foranstaltning. I landstinget slog finansministeren endvidere fast, at det ingenlunde var regeringens mening straks at gøre brug af den bemyndigelse, man søgte. Man håbede tværtimod, at der slet ikke ville blive brug for den.²⁾

Bemyndigelsen benyttedes dog allerede i efteråret, hvor der henholdsvis den 1. oktober 1914 og den 1. november 1914 udstedtes to serier af de etårige 5 pct. rentebærende statsbeviser af 1914 til et samlet beløb af 10 mill. kr. Disse statsbeviser fik form af almindelige pengesedler til pålydende 10, 50, 100 og 500 kr. og modtoges i betaling ved alle kongelige kasser og ved nationalbanken for deres pålydende med tillæg af rente efter en påtrykt nærmere beregning. Den effektive rente blev lidt under 5 pct. p.a. De to serier indfrieses årsdagen efter deres udstedelse, altså henholdsvis den 1. oktober 1915 og den 1. november 1915.³⁾

¹⁾ Se *Folketingstidende*, Overordentlig samling 1914, spalte 26.

²⁾ Se *Landstingstidende*, Overordentlig samling 1914, spalte 76–77.

³⁾ Den resterende del af bemyndigelsen benyttedes først i foråret 1916, hvor den tredje og sidste serie af de etårige 5 pct. rentebærende statsbeviser af 1914 udstedtes til et samlet beløb af 15 mill. kr. Disse statsbeviser blev udstedt i stykker på mindst 100.000 kr. og overtoges af de københavnske hovedbanker til pari. Udstedelsen fandt sted den 3. april 1916, indfrielsen et år efter.

Ændring af diskontoen

Den almindelige stramning af penge- og kapitalmarkedet måtte markeres ved en forhøjelse af diskontoen, men da det var vigtigt at undgå panik, måtte der fares med lempe.

Da krisen spidsedes til, og det oplystes, at Sverige, Frankrig, England og Tyskland havde forhøjet deres diskonto til henholdsvis $3\frac{1}{2}$ pct., $4\frac{1}{2}$ pct., 4 pct. og 5 pct., forhøjede nationalbanken den 31. juli 1914 sin diskonto fra 5 pct. til 6 pct. og ophævede nu den adgang, som bankerne siden marts 1914 havde haft til at rediskontere veksler $\frac{1}{2}$ pct. under diskontoen. Finansministeren overværede direktionens forhandlinger.

Den 3. august 1914 var situationen på det europæiske pengemarked blevet så anspændt, at London ifølge direktionsprotokollen¹⁾ noterede en diskonto af $11\frac{1}{2}$ pct., Østrig af 8 pct., Frankrig, Tyskland og Norge af 6 pct. og Sverige af $6\frac{1}{2}$ pct. På denne baggrund, og „fordi der stilles ganske overordentlige krav til nationalbanken“, vedtoges det at hæve diskontoen til 7 pct. fra og med den 4. august 1914.

Den 10. august 1914 konstaterede direktionen, at landets guldbeholdning var værnet gennem ophævelsen af indløseligheden og forbudet mod at udføre guld. Derfor så den sig i stand til fra den 11. august 1914 at nedsætte diskontoen til 6 pct. „for at berolige stemningen i landet og for ikke at lægge for stærk dæmper på den indenlandske handels- og industri-virksomhed“. Finansministeren var enig i diskontoændringerne både den 3. og den 10. august.

Forslag til ny oktroj

Publikums ønske om sedler, erhvervslivets krav om kredit til erstatning for bortfaldne eller indskrænkede kreditmuligheder i udlandet og de private pengeinstitutters anmodning om bistand foranledigede nationalbanken til at udstede sedler i langt større omfang end oktrojen tillod.

Den cirkulerende seddelmængde var:

Ult. juni 1914.....	160 mill. kr.
- juli -	156 - -
- aug. -	194 - -
Medio sept. 1914	202 - -

Da nationalbankens metalfond medio september 1914 var ca. 74 mill. kr., kunne der ifølge oktrojen udstedes sedler for ca. 148 mill. kr. Grænsen var således overskredet med ca. 54. mill. kr.

Da der ikke var nogen rimelig udsigt til at få bragt dette misforhold

¹⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 114.

ud af verden, besluttede nationalbankens repræsentantskab¹⁾ på sit møde den 23. september 1914 at søge seddeldækningsreglerne ændret. I første omgang skulle direktionen anmode den kongelige bankkommissær om en midlertidig lempelse i seddeldækningsreglerne. Dette kunne ifølge oktrojens § 7 ske ved kongelig resolution for en periode af indtil 2 år. Man ville dog kun bede om en lempelse indtil 15. januar 1915. Dette hang sammen med at man i anden omgang ønskede en helt ny oktroj. Derfor be- myndigedes direktionen til at forelægge aktionærforsamlingen forslag til ændring af oktrojen.

Ved skrivelse af 24. september 1914²⁾ bad nationalbankens direktion den kgl. bankkommissær om at udvirke en lempelse af seddeldækningsreglerne. Samtidig oplyste direktionen, at den, under forbehold af aktionærforsamlingens godkendelse, senere ville søge de ønskede lempelser lovfæstet, fordi det selv under normale forhold ville være vanskeligt for nationalbanken at løse sine opgaver på grundlag af oktrojen af 1907.

I et bilag³⁾ til skrivelsen af 24. september 1914 bringes følgende over- sigt over forslaget:

Pligtig mindste dækning af den cirkulerende seddelmængde.

A. Efter de nuværende funderingsregler.

Egentlig metal (lovlig gangbar mønt, guldbarrer, fremmed guldmønt)	30	pct.
Deraf lovlig gangbar guldmønt 12,5 pct.		
Tilgodehavender hos Norges Bank, Sveriges Riksbank og Den tyske Rigsbank efter lovens nærmere bestemmelser	20	pct.
	„Metalfond“	50 pct.
Andre sikkerheder 50 + 12,5 pct.	62,5	pct.
	I alt . . .	112,5 pct.

B. Efter de foreslåede funderingsregler.

Egentlig metal (lovlig gangbar mønt, guldbarrer, fremmed guldmønt)	30	pct.
Deraf lovlig gangbar guldmønt 12,5 pct.		
Tilgodehavender hos udenlandske korrespondenter og udenlandske statsobliga- tioner efter disses officielle kurs	10	pct.
	„Metalfond“	40 pct.
Andre sikkerheder 60 + 15 pct.	75	pct.
	I alt	115 pct.

¹⁾ Jfr. bilag nr. 2057 til direktionsprotokollen.

²⁾ Optrykt som bilag 1 til det lovforslag om ændring af nationalbankens oktroj, der fore- lagdes folketinget den 17. november 1914.

³⁾ Optrykt som bilag 2 til det lovforslag om ændring i nationalbankens oktroj, der fore- lagdes folketinget den 17. november 1914. En mindre unøjagtighed i nationalbankens opstilling er her rettet. Hvor banken skriver „Deraf lovlig gangbar mønt 12,5 pct.“, skrives her i overensstemmelse med oktrojen af 1907, § 7, nr. 2, stk. 2, og den kgl. resolution af 30. september 1914 „Deraf lovlig gangbar guldmønt 12,5 pct.“

Anm.: Dersom banken udnytter den foreslåede ret til at udgive indtil 10 pct. af den iøvrigt cirkulerende seddelmængde imod lige beløb i danske statsforskrivninger, bliver – over for den samlede cirkulerende seddelmængde – enhver af de i B. anførte procenter at forringe med 1/11, medens på den anden side dækningen forøges med statsforskrivningerne, hvis beløb er lig 1/11 af seddelcirkulationens beløb.“

Det centrale i de foreslåede seddeldækningsregler var således:

- a. at metalfonden nedbragtes fra 50 til 40 pct. af den cirkulerende seddelmængde.
- b. at der, ud over nettotilgodehavender hos vore tre nabolandes centralbanker, til metalfonden kunne henregnes nettotilgodehavender hos udenlandske korrespondenter og udenlandske statsobligationer efter deres officielle kurs,
- c. at der, ud over den efter de almindelige regler dækkede seddelmængde, kunne udstedes sedler for et beløb svarende til nationalbankens beholdning af danske statsforskrivninger efter disses pålydende, dog ikke over $\frac{1}{10}$ af den iøvrigt cirkulerende seddelmængde.

Den 30. september 1914 kom den kongelige resolution. Den fulgte nationalbankens forslag, men gjorde det til en betingelse, at statskassen fik en afgift på 5 pct. af det beløb, hvormed seddeludstedelsen oversteg det efter 1907 loven tilladte.

Den 12. oktober 1914 afholdtes nationalbankens aktionærforsamling. Her bad bankbestyrelsen om tilslutning til at søge udvirket en varig lov om ændring af nationalbankens oktroj efter retningslinier, som blev trukket op af Marcus Rubin. Ved siden af de ovenfor under a., b. og c. nævnte ændringer foreslog bankbestyrelsen:

- d. at statsafgiften for overskridelse af den efter oktrojen af 1907 tilladte seddeludstedelse ændredes fra 5 pct. p.a. til halvdelen af nationalbankens diskontosats,
- e. at maksimum for nationalbankens reservefond forhøjedes fra 30 pct. til 40 pct. af aktiekapitalen.

Aktionærforsamlingen gav uden kommentarer sin tilslutning,¹⁾ og den 13. oktober 1914 sendte nationalbankens direktion et andragende til den kgl. bankkommissær.

Den 17. november 1914 lå lovforslaget på folketingets bord. Det fulgte de under punkterne a.–e. nævnte ønsker fra nationalbanken, men føjede hertil to bestemmelser, som indebar:

¹⁾ Jfr. bilag 2059 til direktionsprotokollen.

- f. at handelsministeren gjordes til kongelig bankkommissær i stedet for justitsministeren,
- g. at nationalbanken ikke længere skulle være fri for at svare aktieselskabsskat til stat og kommune.

Universitetets kritik

Forinden man nåede så langt var spørgsmålet om oktrojen draget langt ind i den offentlige debat. Rent kronologisk startede det med, at Axel Nielsen blev ophidset over dagbladet Børsens referat af aktionærforsamlingens møde den 12. oktober 1914. Han for i blækkuset, og den 18. oktober bragte Børsen et længere indlæg fra professoren. Den 22. oktober 1914 svarede Rubin i Berlingske Tidende.¹⁾ Den 24. oktober 1914 sekunderedes Aksel Nielsen i Sorø Amtstidende af sin ældre kollega, professor, dr. polit. L. V. Birck MF. Hermed startedes en årelang bitter strid imellem nationalbanken og universitetet.

Universitetets angreb på nationalbanken fremførtes i en temmelig ubehagelig tone. Samtiden har muligvis undskyldt Axel Nielsens sprogbrug med professorens unge alder. Men han forandrede sig nu ikke ret meget med årene. At Birck var skarp i tungen og tilbøjelig til at løbe med en halv vind, vidste man. Men Birck blev som regel tilgivet, fordi han var morsom.

Hvad var der nu parterne imellem? For det første, formålet med nationalbankens hele virksomhed. For det andet, nationalbankens økonomi som privat aktieselskab.

Ser vi først på *formålet med nationalbankens hele virksomhed* kan vi stærkt forenklet sige, at Rubin ønskede at styrke bankens indflydelse på landets økonomi. Dette forudsatte, at nationalbanken kunne blive en stor kreditgiver, og hertil krævedes lempelige dækningsregler. Rubins problem var således: Hvor lempelige seddeldækningsregler kan man have uden at tilsidesætte hensynet til pengeværdien?

Axel Nielsen så det derimod som nationalbankens første opgave at bevare pengeværdien. Hertil krævedes stramme seddeldækningsregler. Axel Nielsens problem var således: Hvor stramme seddeldækningsregler kan man have uden at tilsidesætte hensynet til kreditforsyningen?

I den konkrete sag fremhævede Rubin, at omsætningen altid måtte binde pengesedler til et vist beløb. Disse sedler ville aldrig blive præsenteret til indløsning, og derfor behøvede de slet ingen dækning. I det seneste tre-år havde ifølge de månedlige opgørelser den cirkulerende seddelmængde minimalt været 127 mill. kr. og maksimalt 160 mill. kr. Når

¹⁾ Rubins svar imødegik tillige et indlæg om samme emne fra Carl Thalbitzer i dagbladet Politiken.

man tog hensyn til, at seddelmængden nok var lidt større ved månedens slutning end ellers, mente Rubin, at man burde runde lidt nedad og anslå, at der altid ville være sedler for 120 mill. kr. ude i omsætningen.

Med nationalbankens finansielle ressourcer medio september 1914 og de foreslåede dækningsregler var der basis for følgende seddeludstedelse:

Sedler	Sikkerhedens art	Sikkerhedens værdi
72 mill. kr.	Guld	72 mill. kr.
24 - -	Udenlandske tilgodehavender og statsobligationer	24 - -
144 - -	Gode let realisable sikkerheder	180 - -
24 - -	Danske statsobligationer	24 - -
264 mill. kr.	I alt	300 mill. kr.

Af de 264 mill. kr. i seddelpenge, skriver Rubin, behøver de 120 mill. kr. ikke være dækkede, da de til enhver tid vil være bundet af omsætningen. Tilbage er 144 mill. kr., hvoraf de 72 mill. kr. er dækket af guld og derfor ikke behøver yderligere fundering. De resterende 72 mill. kr. vil være dækket af de resterende sikkerheder på 228 mill. kr. De foreslåede funderingsbestemmelser, slutter Rubin, gør således sedlernes sikkerhed urokkelig.

For yderligere at underbygge sin argumentation giver Rubin sig i lag med nogle temmelig tvivlsomme sammenligninger af guldbeholdningen i forskellige lande, beregnet ved at dividere folketallet op i hovedbankernes guldmængde. Det skulle han nu nok have ladet være med. Axel Nielsen scorer straks nogle points ved at afdække det tvivlsomme i Rubins guldsammenligninger.

Det centrale i Axel Nielsens kritik er imidlertid, at man ved spørgsmålet om seddeldækningen ikke alene, ja, vel næppe endda i første række, bør interessere sig for den sikkerhed, d. v. s. de reale værdier, som står bag sedlerne. Det væsentligste må være at sikre, at banken til enhver tid kan indløse sine sedler med guld, og i denne henseende mener Axel Nielsen, at den foreslåede ordning betegner et afgjort tilbageskridt i forhold til 1907-lovens funderingsregler.

Til den del af metalfonden, som ikke var egentligt metal, kunne efter 1907-loven alene henregnes ikke rentebærende nettotilgodehavender på anfordring hos vore tre nabolandes centralbanker. Efter Rubins forslag skulle alle nettotilgodehavender hos udenlandske korrespondenter samt udenlandske statsobligationer kunne regnes med. Axel Nielsen konstaterede, at intet ville forhindre banken i at indsætte et beløb på deposit account (opsigelse) i en joint stock bank i England og dog medregne denne sum til metalfonden.

Med henblik på såvel de udenlandske statsobligationer, som kunne henregnes til metalfonden, og ikke mindst de danske statsobligationer, som direkte skulle kunne danne basis for seddeludstedelse, gjorde Axel Nielsen opmærksom på det ejendommelige i, at vi her i landet ville til at basere en seddeludstedelse på statsobligationer, når man i udlandet gik i den modsatte retning.

Når det fremsatte forslag i den grad forringede likviditeten af de midler, som sikrede seddeludstedelsen, burde det efter Axel Nielsens mening ikke vedtages som en varig ændring af nationalbankens oktroj. De funDERINGSregler, som midlertidigt var gennemført ved den kongelige resolution af 30. september 1914, havde muligvis deres fulde berettigelse under øjeblikkets abnorme forhold, men de måtte ikke gøres varige.

Spørgsmålet om *nationalbankens private økonomi* blev diskuteret i forbindelse med nedsættelsen af afgiften til staten for at overskride 1907-oktrojens tilladte seddeludstedelse.

Rubins synspunkt var, at 5 pct. afgiften var urimelig, hvis f. eks. nationalbanken måtte sætte sin seddeludstedelse i vejret for at kunne yde staten et $4\frac{1}{2}$ pct. lån. I så fald ville resultatet blive, at staten fik renter af sin gæld i stedet for at erlægge renter.

Axel Nielsen var bange for, at den foreslåede afgift ligefrem kunne gøre nationalbanken finansielt interesseret i at overskride den tilladte seddeludstedelse. Hvis de nytrykte sedler kunne lånes ud til fuld diskonto, og overskridelsen af grænsen for seddeludstedelse kun medførte en afgift på halv diskonto, ville det blive en glimrende forretning at lade seddelpressen snurre. Denne fristelse mente Axel Nielsen ikke, at man burde udsætte nationalbankens ledelse for. Når alt kom til alt, var det jo et privat aktieselskab.

Birck udtrykte sig i Sorø Amts Tidende den 24. oktober 1914 i meget direkte vendinger. Han havde på grund af noget summariske og ikke helt fejlfri beregninger anslået, at nationalbanken ville tjene 1 mill. kr. ekstra på de nye seddeldækningsregler.¹⁾ Dette imødegik Rubin dog to dage senere i Berlingske Tidende.

1) „Det må siges at være noget ublufærdigt, når banken på denne måde vil benytte sig af regeringens finansielle uformuenhed og forholdenes vanskelighed til at presse 1 mill. kr. mere ud af sit monopol. Man må komplementere hr. Rubin, der som generaldirektør ofte vel småligt vågede over statskassens interesser, for at han nu så hurtigt kan skifte om og varetage sin nye arbejdsgivers interesser. Det er jo egentlig rosværdigt at se en mand være i den grad loyal mod sin nye arbejdsherre. Han er jo ikke kongevalgt og derfor kan man ikke rette den bebrejdelser mod ham som mod dhrr. Winther og Lauridsen... Jeg vil gerne til slutning sige, at jeg i 1908 beklagede, at vi gik ind i en krise med P. O. A. Andersen som statsgældsdirektør og Winther som nationalbankens leder. Min beklagelse over, at krisen 1914 finder de samme to rutinerede, men udygtige mænd på de øverste finansposter er så meget større, som 1914-15 er et vanskeligere år end 1907-08.“

Rigsdagsbehandlingen

Allerede ved forelæggelsen i folketinget den 17. november 1914 sporedes virkningerne af universitetets kritik. Regeringen var på tilbagetog.

Den kongelige bankkommissær, Zahle, nævnte nok ønsket om, at nationalbanken også under normale forhold fik en afgørende indflydelse på penge- og kapitalmarkedet. Hovedvægten i hans begrundelse for nye dækningsregler lå dog på, at det kunne blive overordentlig ubehageligt for dansk erhvervsliv, om nationalbanken skulle afvikle hele den ekstraordinære kreditgivning i løbet af 2 år. Længere kunne der efter den gældende oktroj ikke dispenseres fra dækningsreglerne.

Ved folketingets første behandling, den 1. december 1914, gik Venstres ordfører, Niels Neergaard, skarpt imod at give lovændringen gyldighed indtil 1938. Socialdemokraten Sigvald Olsen sluttede op bag Neergaard, og højremanden, Jul. Schovelin, erklærede, at nationalbanken nok burde have en lang og rundelig frist til at afvikle de ekstraordinære kreditydelser, men at dette ikke berettigede til at gøre lovændringen varig. Zahle var herefter villig til at gøre ændringen midlertidig, blot der sikredes nationalbanken rimelig tid til afvikling.¹⁾ Under udvalgsbehandlingen opnåedes enighed om at gøre loven midlertidig, således at 1907-lovens regler atter skulle træde i kraft pr. 1. januar 1920, medmindre en ny lov forinden var vedtaget.

Folketingsbehandlingen prægedes iøvrigt af, at ordførerne var særdeles velbevandrede på området. Navnlig imponerede Venstres ordfører, Niels Neergaard, ved sit solide kendskab til forholdene i udlandet og sin sagligt meget grundige gennemgang af forslaget. Højres ordfører, børskonsulent Schovelin, kunne ud over det polemiske, som han gerne kastede sig ud i, levere en del sagligt værdifulde betragtninger. Konseilspræsident, justitsminister og kongelig bankkommissær Zahle beviste atter sin saglige og politiske dygtighed. I det hele taget lå folketingets førstebehandling, som strakte sig over to dage, på et forholdsvist højt plan.

Under udvalgsbehandlingen søgte medlemmerne at nå til enighed i betragtning af lovforslagets hele karakter. En sådan enighed opnåedes da også på alle væsentlige punkter.²⁾ Den 26. februar 1915 afgav folketingsudvalget betænkning, og den 9. marts kunne folketinget oversende forslaget til landstinget. Her sendtes sagen efter 1. behandling i udvalg. Nationalbankdirektør Lauridsen var medlem af udvalget, som foreslog en enkelt ændring vedrørende, hvilken af ministrene der skulle være kongelig bankkommissær. Dette accepteredes af folketinget, og den 31. marts 1915

¹⁾ *Folketingsstidende* 1914-15, spalte 1578-79.

²⁾ Undtagelsen var spørgsmålet om, hvem der skulle være kongelig bankkommissær, jfr. nedenfor under punkt f, side 37-38.

kom loven om midlertidig ændring af nationalbankens oktroj. Det vil føre for vidt at komme ind på større dele af debatten, men det kan være praktisk at foretage en kort sammenligning af lovforslaget med det vedtagne for at se, hvori forskellene bestod, ud over at loven var gjort midlertidig, og hvad der havde betinget disse forskelle.

De gennemførte ændringer

Ved omtalen af forslaget blev hovedpunkterne præsenteret under betegnelserne a.-g., hvorfor det vil være rimeligt at gøre det samme her.

ad a.-c). Til belysning af spørgsmålet om seddeldækningsreglerne bringes nedenstående oversigt:

Pligtig mindste dækning af den cirkulerende seddelmængde.

A. Efter de foreslåede funderingsregler.

Egentligt metal (lovlig gangbar mønt, guldbarrer, fremmed guldmønt)	30 pct.
Deraf lovlig gangbar guldmønt 12,5 pct.	
Tilgodehavender hos udenlandske korrespondenter og udenlandske statsobligationer efter disses officielle kurs	10 pct.
	„Metalfond“ 40 pct.
Andre sikkerheder 60 + 15 pct.	75 pct.
	I alt 115 pct.

Anm. Dersom banken udnytter den foreslåede ret til at udgive indtil 10 pct. af den iøvrigt cirkulerende seddelmængde imod lige beløb i danske statsforskrivninger, bliver – over for den samlede cirkulerende seddelmængde – enhver af de i A anførte procenter at forringe med $\frac{1}{11}$, medens på den anden side dækningen forøges med statsforskrivningerne, hvis beløb er lig $\frac{1}{11}$ af seddelcirkulationens beløb.

B. Efter de vedtagne funderingsregler.

Egentligt metal (lovlig gangbar mønt, guldbarrer, fremmed guldmønt)	33 $\frac{1}{3}$ pct.
Deraf guld i mønt og barrer 30 pct.	
Deraf lovlig gangbar guldmønt 12,5 pct.	
	„Metalfond“ 33 $\frac{1}{3}$ pct.

Øvrige sikkerheder:

Minimum	66 $\frac{2}{3}$ pct.
Maksimum 66 $\frac{2}{3}$ + 14 $\frac{2}{3}$ pct.	81 $\frac{1}{3}$ pct.

Deraf:

- 1°) I forholdet 100 : 100 tilgodehavender hos Norges Bank, Sveriges Riksbank og Den tyske Rigsbank efter lovens nærmere bestemmelser.
- 2°) I forholdet 100 : 100 og maksimalt for 12 pct. af den udgivne seddelmængde, tilgodehavender på anfordring hos visse udenlandske korrespondenter efter lovens nærmere bestemmelser.
- 3°) I forholdet 122 kr. aktiver for 100 kr. sedler, andre sikkerheder efter lovens nærmere bestemmelser.

I alt	Minimum	100	pct.
	Maksimum	114 $\frac{2}{3}$	pct.

Det kan være vanskeligt at give et samlet udtryk for virkningen af rigsdagens ændringer af lovforslaget. Vil man alligevel have et, kan man spørge, hvor stor en seddeludstedelse henholdsvis lovforslaget og loven gav mulighed for. Som ovenfor nævnt,¹⁾ havde Rubin på basis af nationalbankens finansielle ressourcer medio september 1914 beregnet, at det efter lovforslaget skulle være muligt at udstede sedler for 264 mill. kr. Efter den vedtagne lov ville det med nationalbankens beholdning af „egentligt metal“ for ca. 72 mill. kr. medio september 1914 maksimalt være muligt at udstede sedler for ca. 216 mill. kr. Under rigsdagsbehandlingen blev således en lille femtedel af den mulige seddeludstedelse, eller ca. 48 mill. kr., skåret væk. Heraf skyldtes bortfaldet af 24 mill. kr., at der ikke kunne tilvejebringes enighed om at udstede sedler på grundlag af danske statsobligationer. Man havde statsbankerotten af 1813 i erindring, og en del var, som Niels Neergaard udtrykte sig,²⁾ bange for at række fanden den lille finger.

De resterende 24 mill. kr., som faldt bort, var tegn på, at funderingsreglerne iøvrigt var blevet skærpet som nettoresultat af de gennemførte ændringer på lovforslagets vej gennem rigsdagen. Dette nettoresultat var på den ene side påvirket af skærper ved, at metalfonden begrænsedes til „egentligt metal“, at guld i mønt og barrer skulle udgøre mindst 30 af metalfondets $33\frac{1}{3}$ pct. af seddelmængden, og at nettotilgodehavender hos anerkendte udenlandske korrespondenter kun indrømmedes en særstilling, hvis de var betalbare på anfordring, og kun for et beløb, som lå inden for 12 pct. af den udgivne seddelmængde. På den anden side var der lempelser ved, at seddelmængden kunne være ikke $2\frac{1}{2}$, men 3 gange så stor som metalfonden, og ved at forholdet imellem aktiver og sedler nedsattes fra 125:100 til 122:100 for gruppen „Andre sikkerheder“.

Rigsdagsbehandlingen havde således fulgt det hævdevundne princip: Tag lidt her og giv lidt der. Men man havde taget mere, end man havde givet.

ad d). Spørgsmålet om afgift til staten for overskridelse af den efter oktrojen af 1907 tilladte seddeludstedelse indtog en forholdsvis fremskudt stilling i debatten. Axel Nielsens synspunkt, at afgiften ikke måtte være så lav, at den fristede banken til at øge seddeludstedelsen, og Birk's antydning af, at banken var ude på at mele sin egen kage, havde tydeligt gjort indtryk på rigsdagen. Niels Neergaard fremførte argumentet med fristelsen³⁾ og tillod sig desuden følgende bemærkning: „F. eks. bør den omstændighed, at nationalbanken har ydet et meget billigt statslån til omtrent 4,7 pct. og måske har ydet det – jeg siger ikke, at det er så – i håb om at få en lignende gunstig oktroj som den, der her er foreslået, og

¹⁾ Side 32.

²⁾ *Folketingstidende* 1914–15, spalte 1521.

³⁾ *Folketingstidende* 1914–15, spalte 1526.

navnlig at få afgiftsbestemmelserne væsentlig ændret, ikke virke ind på, hvorledes vi skal ordne dette betydningsfulde forhold med normale tilstande for øje.¹⁾ Jul. Schovelin sagde det samme, men i et svulmende sprog med citater fra „Den politiske Kandestøber“, „Aladdin“ o. s. v.²⁾ Resultatet blev, at forslaget om en afgift på halv diskontosats ændredes til en afgift på diskontosatsen minus $1\frac{1}{3}$ pct.

ad e). Spørgsmålet om reservefondens forhøjelse fra 30 pct. til 40 pct. af aktiekapitalen var i realiteten et temmelig underordnet afgiftsspørgsmål. Når der skulle henlægges mere til reservefondens, reduceredes det overskud, hvoraf staten i henhold til 1907-oktrojens pgf. 4 skulle have en del. Da der var fundet en løsning på det væsentlige afgiftsproblem, godkendte rigsdagen uden sværds slag den foreslåede forhøjelse af reservefondens.

ad f). Motiveringen for, at handelsministeren skulle være kongelig bankkommissær i stedet for justitsministeren, var ifølge bemærkningerne til lovforslaget dels den stedfundne deling af forretningerne, efter hvilken bankvæsenet var lagt ind under handelsministerens område, dels den betydende interesse, erhvervslivet havde i, at nationalbankens ledelse til enhver tid stillede sig forstående og imødekommende over for dets krav.

Ved forelæggelsen i folketinget sagde justitsminister Zahle diplomatisk, at forslaget skyldtes, at „man i almindelighed kan gå ud fra, at handelsministeriet snarere end justitsministeriet bestrides af en bankkyndig minister.“³⁾ Niels Neergaard frygtede tilsyneladende, at en handelsminister snarere end en justitsminister ville være interesseret i, at banken gennem en udstrakt kreditgivning søgte at sikre sig en ledende stilling i landets økonomiske liv. Denne mistanke måtte Neergaard få bekræftet, da handelsminister Hassing Jørgensen tog ordet „på grund af de aspirationer, som jeg unægtelig på mit embedes vegne nærer.“⁴⁾ Hassing Jørgensen sagde rent ud, at han mente, at nationalbanken i alt for ringe grad havde været herre over vort økonomiske liv, samt at han ville „anse det for noget godt, ikke blot at nationalbanken ved denne lejlighed har taget landets pengeaffærer op under sin ledelse, men også at den beholder dem under sin ledelse, og det kan den kun gøre regning på, hvis den opnår sådanne lempelser i sine dækningsregler, at den virkelig er i stand til at beherske det indenlandske marked.“⁵⁾ Dette førte til, at Neergaard under udvalgsarbejdet måtte modsætte sig overførslen af bankkommissariatet fra justitsministeren til handelsministeren. Spørgsmålet kom til afstemning i salen under forslagets 2. behandling, hvor overførslen vedtoges med 41 stem-

¹⁾ *Folketingstidende* 1914-15, spalte 1528-29.

²⁾ *Folketingstidende* 1914-15, spalte 1561-63.

³⁾ *Folketingstidende* 1914-15, spalte 1255.

⁴⁾ *Folketingstidende* 1914-15, spalte 1579.

⁵⁾ *Folketingstidende* 1914-15, spalte 1589.

mer mod 31. Det lykkedes imidlertid landstinget at få det pågældende stykke i oktrojen affattet således: „Efter konseilspræsidentens indstilling bestemmes det ved kongelig resolution, hvilken af ministrene der skal være kongelig bankkommissær. Hver gang et nyt ministerium tiltræder, skal ny kongelig resolution indhentes“.

ad g). Under hensyn til den foreslåede oktrojs midlertidighed og for at opnå enstemmighed om alt andet end bankkommissariatets placering bøjede de øvrige partier sig for Højres modstand imod, at nationalbanken skulle indkomstbeskattes til stat og kommune i lighed med andre aktieselskaber. Det blev der således ikke tale om.

Sammenfatning

Nationalbankens første reaktion på krigsudbruddet var, at den som ansvarlig institution måtte *bidrage til, at roen opretholdtes*. Derfor stod den bag lukningen af børsen, bag loven om begrænsning af udtrækkene i banker og sparekasser, bag ophævelsen af guldindløseligheden, bag forbudet imod guldeksport, bag udstedelsen af 1- og 2-kronesedler, bag et almindeligt moratorium for udenlandske betalinger og bag et sådant begrænset indenlandsk moratorium, som var fornødent af hensyn til udlandet.

Bankens anden reaktion på krigsudbruddet var at *erkende sit ansvar som centralbank*. Dette gav sig udslag i forstrækninger til de private pengeinstitutter, da der var tilløb til run på banker og sparekasser, og da publikum behøvede indenlandske lån til formål, som normalt blev tilgode-set gennem kreditter i udlandet. Bemærkelsesværdigt er det iøvrigt, at nationalbanken imødekom et kreditbehov fra staten ved at tillade en midlertidig krænkelse af sit seddelmonopol. Det skete, da banken gav sit samtykke til udstedelse af 1-årige rentebærende statsgældsbeviser i små stykker, der skulle modtages til pari ved betalinger til de offentlige kasser og til nationalbanken.

Bankens tredje reaktion var et forsøg på at *befæste den ledende stilling indenfor landets pengevæsen*, som de ekstraordinære forhold havde givet den. Dette krævede, at nationalbanken fortsat kunne optræde som en dominerende kreditgiver, og hertil behøvedes lempeligere seddeldækningsregler, d. v. s. en ændring af oktrojen. Med Rubin som drivende kraft søgte direktionen at smede, medens jernet var varmt. Regeringen fulgte nationalbankens anmodning og fremsatte det ønskede forslag i folketinget, men forinden havde det i pressen mødt overraskende og hård kritik fra universitetet. Dette har formentlig været medvirkende til, at nationalbankens forsøg kun delvis lykkedes. Oktrojændringen blev gjort midlertidig, og seddeldækningsreglerne blev ikke helt så lempelige, som banken havde ønsket.

Til belysning af nationalbankens almindelige anseelse og dens muligheder for at påvirke de politiske beslutninger kan der være grund til at minde om henstandslovgivningen i august 1914. Under rigsdagsbehandlingen nærmest kappedes politikerne om at tage nationalbanken til indtægt. Og da regeringen ikke helt ville følge direktionens indstilling, var banken i stand til diskret, men effektivt at forfølge sine interesser på tinge.

Krigsøkonomien

Under verdenskrigen ændredes det økonomiske liv i såvel de krigsførende som de neutrale lande. Udviklingen var ret forskellig fra land til land, men havde dog så mange fælles træk, at man kan tale om en krigsøkonomi.

Denne kendetegnedes bl. a. af, at der overfor en faldende mængde goder til civilt forbrug stod en stigende købekraft, til dels som følge af en kreditudvidelse. Dette medførte et opadgående pres på priser og lønninger, som søgtes imødegået gennem rationeringer, produktionsreguleringer og maksimalprisordninger. Rationeringerne hindrede folk i at købe mere end et begrænset antal goder, og maksimalpriserne lagde loft over, hvad goderne måtte koste. Derfor fik man ledige penge.

I det følgende skal vi give en kort oversigt over den danske krigsøkonomi og dens særpræg. På dette grundlag skal vi sidenhen vurdere nationalbankens pengepolitik.

Den realøkonomiske udvikling

Det er meget vanskeligt at bedømme den realøkonomiske udvikling i Danmark under den første verdenskrig. Kjeld Bjerke og Niels Ussing springer da også krigsårene over i deres opgørelse af rådighedsbeløbet¹⁾ fra 1870 til 1952. Men lidt kan man da sige.

For det første må man antage, at selve krigen har berøvet landet nogle ressourcer. De egentlige krigshandlinger medførte tab af en del tonnage, specielt efter starten af den uindskrænkede u-bådskrig i 1917. Dertil kom, at forsvarsudgifterne krigsårene igennem lagde beslag på ca. 4 pct. af skatteydernes ansatte indkomster. Internationalt bedømt må man imidlertid sige, at krigen i sig selv ikke kostede Danmark ret meget.

For det andet er der grund til at tro, at de vanskelige forsyningsforhold førte til et fald i produktionen her til lands. Man har ikke noget tal for industriproduktionen under krigen. Men man ved, at arbejdsløshedsprocenten, som i 1913 havde været 7,5, i 1917 og 1918 blev henholdsvis 9,2 og 17,4, bl. a. fordi man ikke kunne skaffe brændsel, råstoffer og halvfa-

¹⁾ Kjeld Bjerke og Niels Ussing, *Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950*, København 1958, side 146-149.

brikata nok til at holde hjulene igang. Man ved også, at produktiviteten faldt, fordi de hjemmeproducerede erstatningsvarer ikke var så gode som de tidligere importerede, og fordi man måtte overføre produktionsfaktorer fra eksporterhvervene til produktion af varer, som kunne erstatte importen. Man havde jo netop eksporteret varer fra områder, hvor produktiviteten i Danmark var forholdsvis høj, og importeret varer på områder, hvor produktiviteten i Danmark var forholdsvis lav.

Til belysning af begrænsningen i udenrigsomsætningen bringer tabel 2.4 mængdeindeks for indførsel og udførsel.

Tabel 2.4 Mængdeindeks for udenrigshandelen 1914-1918

	Indførsel	Udførsel
	1913=100	1913=100
1914.....	88	114
1915.....	100	102
1916.....	86	90
1917.....	46	72
1918.....	33	33

Einar Cohn, *Danmark under den store krig*, København 1928, side 312.

Ved siden af det velstandstab, som begrænsningen af udenrigshandelen indebar, illustrerer tabel 2.4 et andet forhold, der begrænsede varemæng-

Tabel 2.5 Bytteforhold og fragtindtjening 1914-1918

	Import pristal	Eksport pristal	Byttefor- hold	Frugt- rate- indeks	Opsejlet brutto- fragt i udenrigs- fart
	1914=100	1914=100	1914=100	1914=100	mill. kr.
1914	100	100	100	100	102
1915	128	146	114	273	234
1916	176	191	109	476	395
1917	264	195	74	956	465
1918	318	299	94	1.009	563

Einar Cohn, *anf. skr.*, side 79, 110 og 312.

Anm.: Cohns import- og eksportpristal er taget fra Statistisk tabelværk V, D, 45, side 7*, hvor det af det statistiske departement beregnede engrospristal med 1891-1900 som basis er spaltet op på importpriser, eksportpriser og kapitalstakster. Dette engrospristal er beregnet på grundlag af de ved værdiberegningerne i handelsstatistikken anvendte priser på 38 væsentligere varer (stort set kun hovedlandbrugsvarer og importerede råstoffer), der er tillagt vægten 1, 2 eller 3.

Cohn skønner (*anf. skr.*, s. 312), at noget over halvdelen af den opsejlede bruttofragt medgår til dækning af skibsfartens valutaudgifter.

den i Danmark. Det ses således, at udførselsmængden var forholdsvis langt større end indførselsmængden i 1914 og 1917.

Hvorledes fik nu udlandet midlerne til at finansiere denne import fra Danmark? Noget af forklaringen ligger i, at Danmarks bytteforhold specielt i 1917 forværredes. De landbrugsvarer, som betød noget i vor eksport, steg ikke så meget i pris som de råvarer, brændselstoffer og industrivarer, vi skulle have udefra, jfr. tabel 2.5. Dette forhold modificeredes dog noget af handelsflådens voksende valutaindtjening. Trods torpederingerne sejlede danske skibe virkelig mange penge hjem.

En anden del af forklaringen ligger i de forholdsvis store salg af værdipapirer, som trods lukningen af Københavns børs fandt sted. Udenfor børsen skabtes hurtigt et københavnsk marked, hvor udlændinge kunne komme af med deres danske værdipapirer.

Endelig er der grund til at nævne nationalbankens køb af guld samt krigstidens långivning til udlandet. Dette fører os over i problemerne omkring kreditudvidelsen.

Kreditudvidelsen

Både nationalbanken og de private pengeinstitutter gennemførte en kraftig kreditudvidelse under krigen.

Tabel 2.6 giver en oversigt over de vigtigste bevægelser på nationalbankens balance. Det ses, at seddelomløbet øgedes med knapt 300 mill. kr., således at den cirkulerende seddelmængde på ca. 150 mill. kr. ved udgangen af 1913 på det nærmeste blev tredoblet under krigen.

Tabel 2.6 viser, at staten gennem det meste af krigen var i stand til at dække sine udgifter gennem beskatningen og provenuet af obligationslån.¹⁾ Først i 1918 kom den til at trække mærkbart på nationalbanken. Dette hang sammen med, at den stigende arbejdsløshed og de større tilskud til befolkningens forsyning med levnedsmidler i dette år førte til en sand statslig udgiftsekspllosion.²⁾ Ser man bort fra krigens sidste fase, må man imidlertid lade statsfinanserne ude af betragtning, når ansvaret for nationalbankens kreditudvidelse skal placeres.

Derimod er der grund til at hæfte sig ved stigningen i tabel 2.6.s to poster „nettoudlån til udlandet“ og „guldbeholdning“. Det var ganske be-

¹⁾ De samlede skatter og afgifter til staten steg fra 102 mill. kr. i 1913-14 til 402 mill. kr. i 1918-19. Af stigningen på 300 mill. kr. var godt 200 mill. kr. på indkomst- og formueskatter, der steg fra 18 mill. kr. i 1913-14 til 230 mill. kr. i 1918-19. (Kilde: *Statistisk årbog*).

Statsgælden steg med godt 400 mill. kr. fra 358 mill. kr. ved udgangen af 1913-14 til 774 mill. kr. ved udgangen af 1918-19. (Kilde: *Danske statslån 1945-46*, side 18-19).

²⁾ Einar Cohn, *Danmark under den store krig*, København 1928, side 292.

Tabel 2.6 *Bevægelser på nationalbankens balance 1914-18*

	1914	1915	1916	1917	1918	1914-18
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Stigning i:						
Seddelomløb	55	14	65	53	112	299
Private bankers folioinde- ståender i nationalbanken ..	4	4	39	-8	43	82
Primær indenlandsk pengeforsyning	59	18	104	45	155	381
Modsvares af stigning i:						
Fordringer på:						
Staten (netto)	6	1	-21	-18	126	94
Udlandet (netto)	13	-3	48	74	17	149
Private banker (brutto)	12	5	9	-5	-1	20
Guldbeholdning	18	20	49	14	21	122
Beholdning af indenl. obligationer og aktier	1	22	12	-5	-7	23
Øvrige aktiver (netto)	9	-27*)	7	-15	-1	-27
I alt	59	18	104	45	155	381

Bilagstabellerne I, II, VI, XIII og XIV samt for de private bankers mellemværende med nationalbanken: Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 2, side 154.

*) I foråret 1915 optager „Afviklingskassen af 1910“ et 5 pct. obligationslån på 25 mill kr. Provenuet anvendes til afdrag på afviklingskassens gæld til nationalbanken.

tydelige beløb, der stilledes til udlandets rådighed for køb her i landet ved, at nationalbanken lånte penge til og købte guld fra andre lande. Skal ansvaret placeres et enkelt sted, må det blive her.

Tabel 2.6 viser, at nationalbanken kun i 1915 tilførte omsætningen større beløb gennem køb af obligationer.

Endelig viser tabel 2.6, at de private banker forbedrede deres stilling over for nationalbanken. Dette hang bl. a. sammen med, at udlandet anvendte provenuet af sine guldsalg og lån her i landet til at købe danske varer. De penge, nationalbanken havde stillet til udlandets rådighed, havde således hos danske eksportører. En del af disse penge blev direkte eller ad omveje sat ind i de private banker. De øgede indskud blev til dels genanbragt som indlån i nationalbanken. En anden del kom til at danne baggrund for en udvidelse af udlånsvirksomheden. Tabel 2.7 viser for banker og sparekasser såvel udlånsmassen som udlånsstigningen under krigen.

Det er iøvrigt værd at bemærke, hvorledes bankerne løb fra sparekasserne under krigen. I 1914 var deres udlån af samme størrelsesorden, men

Tabel 2.7 De private bankers og sparekassernes udlån 1914-18

	1914	1915	1916	1917	1918
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Udlån ultimo året:					
Banker	666	834	1.253	1.432	2.166
Sparekasser	677	718	795	880	1.033
Udlånsstigning:					
Banker	...	168	419	179	734
Sparekasser	19	41	77	85	153

Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 5, side 158-59.

ved udgangen af 1918 var de private bankers udlån dobbelt så store som sparekassernes.

Pris- og lønudviklingen

Det reducerede vareudbud og den øgede pengeforsyning måtte i sig selv presse priser og lønninger opad. Det samme måtte de flaskehalse, som opstod under de unormale forsyningsforhold og i kraft af produktionsomlægningen. Hertil kom virkningerne af det stigende prisniveau i udlandet. Vi fik mere for vor eksport og måtte give mere for vor import. Tabel 2.8 bringer nogle talmæssige udtryk for stigningerne i priser og lønninger.

Tabel 2.8 Indekstal for pris- og lønudviklingen 1914-18

	Finanstidendes engrospristal	Stat. dep.s engrospristal	Importpristal	Eksportpristal	Detailpristal	Nominal timeløn	Real timeløn
	1	2	3	4	5	6	7
	1914=100	1914=100	1914=100	1914=100	1914=100	1914=100	1914=100
1914	100	100	100	100	100	100	100
1915	142	127	128	146	116	102	88
1916	178	168	176	191	136	116	86
1917	249	222	264	195	155	132	85
1918	302	270	318	299	182	170	95

(1) *Finanstidende* 1921, nr. 14, side 339-40 og nr. 15, side 370. Pristallet, der har juli 1912-juli 1914 som basis, er beregnet på grundlag af prisoplysninger om 35 repræsentative råvarer eller kun lidt forarbejdede varer, der er tillagt vægten 1, 2, 3 eller 4. Det her anførte pristal er årsgennemsnit af de månedlige pristal.

(2) (3) og (4), se anmærkningen til tabel 2.5, side 40.

(5) *Statistisk Årbog*. Det her anførte pristal vedrører juli måned.

(6) og (7) Erling Olsen, *Danmarks økonomiske historie siden 1750*, København 1962, side 212. Tallene vedrører timelønnen i håndværk og industri.

Rationeringer og maksimalpriser

Presset på prisniveauet fik dog ikke frit løb. For det første var man bange for, at prisstigninger, som var rent midlertidige, kunne give anledning til lønstigninger, som var meget vanskelige at komme af med. For det andet fandt man det socialt uheldigt, om de knappe varer skulle fordeles mellem folk efter deres pengepung. Derfor gennemførte man rationeringer og maksimalpriser for varer, der tillagdes særlig betydning. Men når der lagdes maksimalpriser på visse varer, medens andre vareområder mere eller mindre gik fri, blev producenterne interesserede i fortrinsvis at fremstille de ikke-prisregulerede produkter. For at sikre fremstillingen og salget af de ret nødvendige varer, som man havde underkastet regulering, blev man derfor nærmest tvunget til at udvide restriktionerne til de mindre nødvendige varer, og inden længe var den danske økonomi svøbt ind i et net af reguleringer.

Ledige penge

Under denne udvikling så forbrugerne, at deres muligheder for at tilfredsstille deres behov blev mindre og mindre. De kunne simpelt hen have svært ved at få brugt deres penge. Dels satte rationeringerne grænse for, hvor mange varer de kunne købe. Dels var det ofte vanskeligt for dem at få nye ting til udskiftning af det, som blev nedslidt. Varerne fandtes ganske enkelt ikke i butikkerne. Derfor fik mange et tomt klædeskab og en fuld tegnebog. Tilsvarende for de erhvervsdrivende. De fik ikke rigtig muligheder for at holde deres lagre og deres øvrige kapitalapparat vedlige. I stedet for reale værdier fik de penge, som det var svært at få brugt til noget fornuftigt.

Nogle af de ledige penge blev da til indskud i banker og sparekasser. Andre søgtes anbragt i obligationer eller aktier. Fra sælgerne af disse værdipapirer gik salgsprovenuet så i en vis udstrækning, direkte eller indirekte, ind i banker og sparekasser. Tabel 2.9 viser bevægelserne i bankernes og sparekassernes indlån under krigen. Den viser tillige udlånene som procent af indlånene. Denne procent var faldende gennem krigen, specielt for bankernes vedkommende. Dette illustrerer, at også pengeinstitutterne havde svært ved at komme af med deres penge.

Den rigelige likviditet gav sig ikke rigtigt udtryk i renten. Nationalbankens diskonto nedsattes den 10. juli 1915 med $1\frac{1}{2}$ pct. til 5 pct., og på dette niveau holdt den sig resten af krigen. Også den effektive rente af obligationer forblev nærmest uforandret fra 1915 til og med 1918. Derimod steg aktiekurserne føleligt. Dette hang bl. a. sammen med, at folk

Tabel 2.9 De private bankers og sparekassernes indlån 1914-18

	1914	1915	1916	1917	1918
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Indlån ultimo året:					
Banker	980	1.233	1.918	2.353	3.582
Sparekasser	907	996	1.128	1.272	1.477
Indlænsstigning:					
Banker	94	253	685	435	1.229
Sparekasser	36	89	132	144	205
Udlån som procent af indlån:					
Banker	68,0	67,6	65,3	60,9	60,5
Sparekasser	74,6	72,1	70,5	69,2	69,9

Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 2 og 5, side 154 og 158-59.

i et vist omfang søgte at anbringe deres penge værdifast og med den profitinflation, som krigstiden skabte. Tabel 2.10 illustrerer udviklingen på aktie- og obligationsmarkedet.

Sammenfatning

Den danske krigsøkonomi fulgte i det store og hele det internationale mønster med faldende varemængde, stigende pengemængde, opadgående priser og lønninger, restriktioner og ledige penge. Udviklingen prægedes dog af, at nedgangen i varemængden var moderat, at staten først i krigens allersidste fase trak på nationalbanken samt at kreditudvidelsen i alt væsentligt var en følge af guldkøbene og långivningen til udlandet.

Tabel 2.10 Indekstal for aktie- og obligationskurser 1914-18

	1914	1915	1916	1917	1918
	juli 1914 = 100	juli 1914 = 100	juli 1914 = 100	juli 1914 = 100	juli 1914 = 100
Aktier:					
Banker	100	102	116	116	129
Rederier	100	162	384	393	425
Industriselskaber	100	118	163	147	195
Andre selskaber	100	106	127	122	135
I alt aktier	100	120	187	183	211
Obligationer	100	96	96	97	96

Statistisk Årbog.

Anm. Ved beregning af indeks for aktiekurserne er papirerne tillagt vægt i forhold til aktiekapitalen. Ved beregning af obligationskurserne er papirerne ikke tillagt forskellig vægt (jfr. *Statistiske Efterretninger*, 1922, side 3).

En bedømmelse af krigstidens pengepolitik må derfor baseres på en analyse af motiverne bag guldkøbene og långivningen til udlandet.

Axel Nielsens analyse

For Axel Nielsen at se, skyldtes de store guldkøb og den omfattende långivning til udlandet, at nationalbankens direktion ikke var sin opgave voksen. Sammenholder man Axel Nielsens indlæg i dagbladet Børsen den 17. og 18. juli 1917 med hans bog „Bankpolitik II“¹⁾ kan man meget kort udtrykke Axel Nielsens forklaring således: Nationalbankens direktion følte, at den løste sin opgave, når blot den – i overensstemmelse med de klassiske regler for centralbankvirksomhed – sørgede for tilstrækkelig gulddækning af seddelomløbet. Derfor købte nationalbanken guld, selv om tidens penge- og kreditteori sagde, at den skulle lade være.

I det følgende skal vi nærmere forklare, hvad denne teori gik ud på, hvilke krav teoretikerne stillede til en centralbank, hvorledes disse krav blev honoreret i teoriens hjemland, Sverige, og her i landet, samt hvorledes nationalbankens indlæg i debatten ifølge Axel Nielsen let kunne fremkalde det indtryk, „at man i Danmark under verdenskrigen stod ganske uden kendskab til tidens penge- og kreditteori“.²⁾

Tidens penge- og kreditteori

Med disse ord karakteriserede Axel Nielsen de tanker, som udvikledes af to verdensberømte svenske økonomer, professorerne Knut Wicksell og Gustav Cassel. Wicksell var navnlig berømt for sin renteteori og for sin tillid til rentepolitikens effektivitet, medens Cassels navn ikke mindst var knyttet til den såkaldte købekraftsparitetsteori til forklaring af valutakurserne. Cassel drev ved siden af sin forskning en omfattende populærvidenskabelig forfattervirksomhed. Han ønskede, at teorien skulle vejlede den aktuelle politik. Derfor kastede han sig ud i dagens debat.³⁾ Hans synspunkter⁴⁾ kan meget stærkt forenklet fremstilles således:

¹⁾ Axel Nielsen, *Bankpolitik II*, København 1930.

²⁾ Axel Nielsen, *anf. skr.*, side 479, note 1.

³⁾ Cassels foredragsvirksomhed bragte ham også til København, hvor han den 27. oktober 1917 i studenterforeningen talte om pengeværdiens forringelse under krigen. Nationalbankens direktion var sammen med en række andre honoratiores indbudt til foredraget, men afslog indbydelsen på linie med de private hovedbanker. Ifølge Politiken den 26. oktober 1917 fandt direktionen, at Cassels angreb på nationalbanken var af en sådan art, at man ikke ønskede at deltage i en diskussion med Cassel som indleder.

⁴⁾ En populær fremstilling gives i Gustav Cassel, *Dyrtyd och sedelöfverflöd*, Stockholm 1917.

Guld er en vare. Den har to anvendelser. Dels bruges den til industrielle formål, dels bruges den som betalingsmiddel, herunder som dækning for den udstedte seddelmængde. Begge guldets anvendelsesmuligheder påvirker efterspørgslen efter guld.¹⁾ Og guldprisen bestemmes af efterspørgsel og udbud.

Under verdenskrigen sker der afgørende forskydninger på det internationale marked for guld. Dels svækkes efterspørgslen, fordi de gældende seddeldækningsregler i mange lande mere eller mindre sættes ud af kraft. Dels øges udbuddet, fordi mange lande i et vist omfang søger at bytte deres guld med noget, der kan spises, brændes, videreforarbejdes eller bruges til at skyde med.

Den svagere efterspørgsel og det kraftigere udbud får guldprisen til at falde i forhold til andre varepriser. Hvis Sveriges Riksbank fortsætter med at købe guld til førkrigstidens pris i kroner og øre, vil den absolutte guldpris ikke kunne falde i Sverige. Følgelig må det nye forhold imellem prisen på guld og priserne på de øvrige varer sætte sig igennem ved, at priserne på de øvrige varer stiger i svenske kroner og øre.

Meget skematisk kan udviklingsforløbet tænkes således: I udlandet er guldprisen i pund, shillings og pence den samme som før krigen, men priserne på de øvrige varer er højere. I Sverige er både guldprisen og de øvrige varepriser i kroner og øre de samme som før krigen. Den svenske kroners købekraft er således uforandret. Det engelske punds købekraft er derimod faldet over for alle andre varer end guld.

Da valutakurserne bestemmes af de forskellige valutaers købekraft, må faldet i pundets købekraft i forbindelse med den svenske krones stabilitet betyde, at der kommer til at gå færre svenske kroner på et pund sterling. I Sverige vil man sige, at pundkursen er faldet under pari.

Da det engelske pund nu er blevet billigere i svenske kroner, og guldprisen i England er den samme som før krigen udtrykt i pund, shillings og pence, betyder det, at guld nu kan købes i England for færre svenske kroner, end Sveriges Riksbank ifølge lovgivningen er forpligtet til at give.

Følgelig bliver det en god forretning at købe guld i England og bringe det til Sverige, hvor Riksbanken enten er forpligtet til at købe guld til den i loven fastsatte pris eller til at udmønte det for indehaveren imod en beskeden afgift.

I begge tilfælde øges pengemængden i Sverige. Hvis Riksbanken køber guld til ved at betale med sedler, vokser seddelømløbet. Hvis Riksbanken lader det indleverede guld slå til mønt, vokser møntømløbet.

¹⁾ Dette indses måske bedst ved henvisning til den periode, hvori man – efter pengesystemets forfald – overgik til „cigaretmøntfød“ i Tyskland. Under disse omstændigheder efterspurgtes cigaretter også af ikke-rygere.

Den større pengemængde presser prisniveauet opad, og således overføres udlandets inflation via guldimporten til Sverige.

Denne tankerække fremstiller som nævnt udviklingsforløbet uhyre forenklet. Vil man være lidt mere realistisk, kan man gentage alle ræsonnementerne under forudsætning af, at priserne i Sverige også er steget under krigen, men ikke så meget som i udlandet. Men resultatet bliver det samme som i det helt forenklede eksempel.

Den svenske guldspærring

På denne baggrund forlangte Cassel, at Sveriges Riksbank blev løst fra sin pligt til at købe guld og til at udmønte guld. Derved kunne man for det første hindre, at udlandet betalte svensk eksport med guld i stedet for at levere varer, som Sverige havde mere brug for. For det andet, og det var vel nok det væsentligste, ville „guldspærringen“ bidrage til at holde pengemængden nede og dermed til at begrænse krigstidens prisstigninger.

Sveriges Riksbank viste sig lydhør overfor kravet om guldspærring. Den 4. februar 1916 sendte riksbanken kungl. maj:t en skrivelse,¹⁾ som gav anledning til, at riksdagen den 8. februar 1916 ændrede riksbankloven, således at riksbanken midlertidigt løstes fra sin pligt til at købe og udmønte guld. Motiveringen var dog ikke hensynet til pengeværdien, men det rent forretningsmæssige, at det ville være tabgivende for riksbanken at købe guld til den i loven fastsatte pris, når guldet i kraft af valutakursudviklingen kunne fås billigere i udlandet.

Denne motivering forflygtigede efter Cassels mening sigtet i guldspærringspolitikken, som måtte være at begrænse betalingsmidlernes mængde for at bevare den svenske krones købekraft.²⁾

¹⁾ Se Gustav Cassel, *Dyrtid och sedelöfverflöd*, Stockholm 1917, side 178-79.

²⁾ Cassel raser i øvrigt imod den betydning, som hensynet til riksbankens fortjeneste tillægges i den svenske pengepolitik, og på side 155-56 fremsætter han i *anf. skr.* de for en dansk læser noget uvante betragtninger: „Faran af att riksbanken är en statsbank framträder här (ikke i forbindelse med guldspærringen E. O.) i skarpere dager än någonsin. Hade riksbanken ägts af ett vanligt aktiebolag, så torde de nationalekonomiska synpunkterna ha fått en helt annon vikt, och speciellt hade man nog velat tilhålla banken att i främsta rummet så långt möjligt fullgöra sina förpligtelser och upphålla den svenska valutans värde, utan något som helst afseende på sin vinst. De svenska statsmakterna skulle nog i det afseendet ställt sina fordringar tämligen högt och skulla då achså ha ägt et verkligt inflytande öfver banken och dess vård om den svenska valutans. Nu förhindrades alt dette af att staten ägde banken och af att banken hade en styrelse, som lade en hufvudvikt vid att kunna lämna sin principal en vinst“.

Svenske krav til Danmark

Gennemførelsen af den svenske guldspærring rejste krav om lignende forholdsregler i Danmark. Dels fra de danske, der tænkte i samme baner som de mennesker, der stod bag guldspærringen i Sverige. Dels fra Sveriges Riksbank.

Riksbankens interesse i en dansk (og norsk) guldspærring skyldtes bl. a. artikel IX i den skandinaviske møntkonvention af 27. maj 1873. Herefter var guldmønt, præget efter konventionens regler, lovligt betalingsmiddel overalt i Skandinavien uafhængigt af, om udmøntningen var sket i Danmark, Norge eller Sverige. Derfor var det ikke nok, at Sveriges Riksbank holdt op med at udmønt guld. Hvis Norges Bank og nationalbanken fortsat modtog guld til udmøntning, kunne udlandet ved hjælp af sit guld fortsat skaffe sig svensk købekraft, og så var der ikke rigtig nogen mening i guldspærringspolitikken.

Videre mente man, at det ville genere det økonomiske samkvem imellem de skandinaviske lande, hvis Norges Bank og nationalbanken vedblev at købe guld til en pris af 2.480 kr. pr. kg. I så fald måtte man vente, at de krigsførende magter i et vist omfang ville skaffe sig svensk købekraft ved at sælge guld til Norges Bank eller nationalbanken og anvende de således erhvervede norske eller danske sedler til indkøb i Sverige. Den skandinaviske pengeomsætning generedes lejlighedsvis af, at der opstod disagio¹⁾ på danske og norske sedler i Sverige. Hvis udbuddet af danske og norske sedler forstærkedes i kraft af udenlandske guldsalg, ville disagioproblemet melde sig med større alvor.

På denne baggrund sendte Sveriges Riksbank den nationaløkonomiske professor fra Uppsala, David Davidson, til København for at klargøre nødvendigheden af, at den svenske guldspærring fulgtes op af en norsk og en dansk. Davidson var ikke nogen verdensberømt teoretiker som Cassel eller Wicksell, men han delte i et vist omfang deres synspunkter, og han ejede evnen til at få det praktiske livs mænd i tale. Davidsons rejse til København gav resultat. Den 23. og 24. februar 1916 holdtes i Stockholm et nordisk centralbankmøde. Fra dansk side deltog Rubin og Stephensen, som underskrev en protokol, der forpligtede Norges Bank og nationalbanken til at bede lovgivningsmagten om fritagelse for pligten til at købe og udmønte guld. Med udgangspunkt i denne protokol bad nationalbankens direktion ved skrivelse af 1. marts 1916 den kongelige bankkommissær om,

¹⁾ Hvis en valuta ikke længere i udlandet modtages til pari (i dette tilfælde kursen 1 dansk krone = 1 svensk krone), men til en kurs under pari (f. eks. 1 dansk krone = 0,97 svensk krone), taler man om, at der er en disagio på den pågældende valuta (i eksemplet på 3 pct.). Omvendt taler man om agio på en valuta, som modtages til en kurs over pari.

Tabel 2.11 Københavnske valutakurser (a vista) som procent af guldpariteterne 1914-18

		New York	London	Hamburg	Kronens internationale værdi beregnet som guldparitetskursen i procent af den aktuelle dollarkurs
		pct.	pct.	pct.	pct.
1. juli	1914.....	101	101	100	99
30. sept.	–	103	103	100	97
28. dec.	–	108	106	98	93
31. marts	1915.....	108	104	93	92
30. juni	–	103	100	87	97
29. sept.	–	105	100	89	95
31. dec.	–	100	95	78	100
31. marts	1916.....	94	91	70	106
30. juni	–	94	90	71	107
30. sept.	–	99	96	72	101
30. dec.	–	99	96	69	101
31. marts	1917.....	93	91	62	107
30. juni	–	93	90	56	107
29. sept.	–	87	84	50	115
31. dec.	–	88	85	72	114
27. marts	1918.....	87	84	73	115
29. juni	–	87	84	63	115
30. sept.	–	93	91	58	107
31. dec.	–	100	98	52	100

Beregninger på grundlag af kursangivelser i *Statistisk Årbog*.

at lovforslag herom måtte blive fremsat. Den 17. marts 1916 lå forslaget på Folketingets bord.¹⁾

Den danske guldspærring

I motiveringen af sit ønske fulgte nationalbanken den svenske model og understregede det forretningsmæssige synspunkt. Dette skyldtes ifølge Us-sing, „at der foruden pengeteknik også er noget, der hedder forhandlings-teknik“, og at man, når så svært fattelige ting skulle forelægges „lovgi-vende forsamlinger bestående af lægmænd“ da særlig måtte fremhæve „det synspunkt, som alle kunne forstå og enes om, nemlig det forretnings-

¹⁾ Se *Rigsdagstidende* 1915-16, tillæg A, spalte 4615. Som bilag til lovforslaget bringes afskrifter af henholdsvis nationalbankens skrivelse af 1. marts 1916 til den kongelige bankkommissær og protokollen fra det nordiske centralbankmøde i Stockholm den 23. og 24. februar 1916.

Tabel 2.12 Den af Sveriges Riksbank noterede kurs (a vista)
for danske kroner, 1914-18

		1914	1915	1916	1917	1918
januar	gnstl.....		100	99,46	93,28	92,88
februar	-		100	99,93	93,47	93,45
marts	-		100	100	96,45	94,16
april	-		100	100	95,57	92,87
maj	-		100	100	95,83	92,28
juni	-		100	100	96,18	90,21
juli	-	100	100	100	93,69	88,33
august	-	100	100	99,02	91,71	88,30
september	-	100	100	97,47	91,06	90,52
oktober	-	100	99,62	96,60	86,13	92,82
november	-	100	99,08	95,88	86,43	95,02
december	-	100	98,10	94,19	93,11	92,72

Sveriges Riksbanks Årsbok, 1918. (Svenske og norske kroner optoges først til notering på Københavns børs fra 1. oktober 1918).

mæssige.⁴¹⁾ Ussing har ret i, at det forretningsmæssige hensyn var indlysende, jfr. tabel 2.11, der viser valutakurserne på London, New York og Hamburg som procent af guldpariteterne. Nationalbankens henvisning til mulighederne for et alvorligt disagio-problem var i og for sig også god forhandlingsteknik. Da lovforslaget forelagdes for folketinget, var der ingen disagio på danske sedler i Sverige, men det havde der været i de foregående måneder, jfr. tabel 2.12, og disagioen følte af mange som lidt af en national skam.

Hvis man antager, at det var nationalbankens hensigt i overensstemmelse med tidens penge- og kreditteori at gennemføre en guldspærring for at begrænse betalingsmidlernes mængde og dermed presset på prisniveauet, kan guldspærringssagen betragtes som et skoleeksempel på, hvor galt det kan gå, når man anvender, hvad Ussing kalder forhandlingsteknik, fremfor at lægge kortene åbent frem for regering og folketing.

I sin forelæggelsestale understregede handelsminister Hassing Jørgensen, at det skam ikke var meningen, at nationalbanken skulle ophøre med at købe guld, men blot at gullet skulle købes „til en pris, der til enhver tid må betegnes som fair, det vil sige en pris, der til enhver tid er i overensstemmelse med de gældende vekselkurser“.²⁾

Rigsdagsdebatten kom iøvrigt væsentligst til at dreje sig om, hvorvidt tilsynet med nationalbanken f. s. v. angik den pris, hvortil gullet skulle købes, burde føres af den kongelige bankkommissær eller af rigsdagen.

⁴¹⁾ Se Carl Th. Ussing, *Nationalbanken 1914-20*, København 1926, side 90.

²⁾ *Folketingstidende* 1915-16, spalte 3971.

Partiet Venstre ønskede direkte rigsdagskontrol med guldprisen, hvad regeringen ikke kunne gå med til. Resultatet blev, at partiet Venstre undlod at stemme for loven, skønt det erklærede sig enig i lovens formål. Nationalbankdirektør Lauridsen havde ordet under 1. behandling i landstinget.¹⁾ Han talte ikke som sit partis ordfører og nævnte i en enkelt sætning, at han „ville have fundet det meget naturligt, om statens kommissær ved nationalbanken blev bemyndiget til at føre dette tilsyn“. Et navneopråb fra afstemningen ved landstingets 3. behandling den 14. april 1916 viser iøvrigt, at Lauridsen i modsætning til sine partifæller stemte for lovforslaget.²⁾ I denne situation var Lauridsen åbenbart mere nationalbankdirektør end venstremand.

Den 17. april 1916 kom loven om „indskrænkning i den kongelige mønts forpligtelse til at udmønte og i nationalbankens forpligtelse til at købe guld“, som midlertidigt hjemlede adgang til ved kongelig resolution at lade de nævnte forpligtelser bortfalde. Den 27. april 1916 kom den kgl. resolution, som ophævede nationalbankens pligt til at købe guld til 2.480 kr. pr. kg. Fritagelsen gjordes dog betinget af, at nationalbanken forpligtede sig til at købe guld til den mindstepris, „som guld efter de foreliggende kurser herhjemme på fremmed valuta kan haves for her på pladsen, for tiden ca. 2.330 kr. pr. kg.“³⁾

Herved var den danske guldspærring ikke blevet det, som teoretikerne ønskede, men blot en af forretningshensyn motiveret opskrivning af den danske krones guldverdi.⁴⁾

Axel Nielsens konklusioner

Det er forståeligt, at Axel Nielsen fik sine tvivl om nationalbankdirektionens evner.

For det første vil det altid være svært for en teoretiker at se det betimelige i en forhandlingsteknik, der sætter det teoretisk ligegyldige, men let begribelige argument foran det teoretisk rigtige, men svært begribelige.

For det andet kunne direktionen af indlysende grunde ikke i 1917 stå

¹⁾ Se *Landstingstidende* 1915-16, spalte 913-15.

²⁾ Se *Landstingstidende* 1915-16, spalte 1355.

³⁾ Jfr. handelsministeriets skrivelse af 27. april 1916 til nationalbankens direktion, indlagt under nr. 2095 som bilag til direktionsprotokollen. Den kraftige understregning af det forretningsmæssige hensyn har muligvis været medvirkende til, at handelsministeren i forbindelse med en af de rutinemæssige fornyelser af den kgl. resolution ved skrivelse af 28. februar 1918, bilagt direktionsprotokollen under nr. 2132, meddelte nationalbankens direktion, at man havde under overvejelse at gøre indskrænkningen i bankens pligt til at købe guld betinget af, at statskassen fik del i den derved indvundne fortjeneste. Det kom dog aldrig så vidt.

⁴⁾ Se bl. a. diskussionen herom hos Axel Nielsen, *Bankpolitik II*, København 1930, side 512-13, og C. Ussing, *Universitetet og nationalbanken*, København 1931, side 32-34.

offentligt frem og erklære, at dens argumentation i første række var forhandlingsteknik.

For det tredje kunne man ikke udelukke, at direktionens medlemmer i et vist omfang troede på det, de selv sagde. Læser man nationalbankdirektør Winthers håndskrevne manuskript¹⁾ til den tale, hvormed han den 22. januar 1917 bød velkommen til en ekspertdrøftelse af disagioen på danske sedler i Sverige, får man på fornemmelsen, at der i hvert fald var én direktør, som dårligt kunne sige nej til at købe guld, når det kunne fås for en billig penge.

Endelig måtte for det fjerde hele guldspærringsdebattens forløb irritere professoren over al måde. Han fortsatte da også sine angreb på nationalbanken, i guldspærringssagen sekunderet af sin lærer og mester Gustav Cassel.

Nationalbankens forsvar

Den 8. august 1917 rettede Cassel i Svenska Dagbladet en så kraftig kritik imod nationalbanken, at direktionen følte sig foranledigt til at svare. I en udtalelse til dagbladet Politiken den 11. august 1917 hedder det: „Hvad professor Cassel iøvrigt udtaler om nationalbankens mangel på forståelse af guldspærringspolitikken, svæver i luften, da professoren ikke har, ikke kan have og indtil videre ikke vil få kendskab til den politik, som nationalbanken følger og må følge af vægtige hensyn til dansk samfunds- og statsliv, men selvfølgelig ikke, som professoren tillader sig at insinuere, af gevinsthensyn – Det system, som professor Cassel har opbygget til godtgørelse af, at de nordiske lande kunne have været sparet for verdensdyrtiden, anser man teoretisk og praktisk for uden basis og værdi. Men selv om det var rigtigt, bliver dyrtiden, trods al dens ubehag, det sekundære over for den økonomiske politik, som den skønnes økonomisk og politisk rettest at føre, og som de ledende banker, her som overalt, da så vidt gørligt må række hånd til“.

Hvorledes skal man nu læse denne udtalelse? Kan man på dette grundlag sige, at nationalbankens ledelse var uden forståelse for tidens penge- og kreditteori?

Umiddelbart er man ikke tilbøjelig til at give Axel Nielsen ret. En imødekommende fortolkning af Ussings offentliggjorte skrifter, og en gennemgang af Rubins koncepter i bilagene til direktionsprotokollen efterlader imidlertid det indtryk, at i hvert fald Rubin og muligvis også Ussing var på det rene med, hvor teoretikerne ville hen. Men nationalbankens direktion kunne ikke acceptere teoretikernes målsætning: at bevare pengeværdien frem for alt. Som det hedder i udtalelsen måtte „vægtige hensyn

¹⁾ Indlagt under nr. 2132 som bilag til direktionsprotokollen.

Tabel 2.13 Danmarks udenrigshandel fordelt på lande 1913-1918

	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1914-1918
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
<i>Tyskland</i>							
Import fra	328	265	200	265	244	316	1.290
Eksport til	179	301	487	691	490	308	2.277
Merimport	149	-36	-287	-426	-246	8	-987
<i>Østrig-Ungarn</i>							
Import fra	5	4	5	4	5	16	34
Eksport til	10	10	72	50	32	21	185
Merimport	-5	-6	-67	-46	-27	-5	-151
<i>Storbritannien</i>							
Import fra	135	145	253	337	286	196	1.217
Eksport til	410	432	385	351	265	52	1.485
Merimport	-275	-287	-132	-14	21	144	-268
<i>Andre lande</i>							
Import fra	387	381	699	751	554	418	2.803
Eksport til	122	124	185	217	279	377	1.182
Merimport	265	257	514	534	275	41	1.621
<i>I alt</i>							
Dansk import	855	795	1.157	1.357	1.089	946	5.344
Dansk eksport	721	867	1.129	1.309	1.066	758	5.129
Dansk merimport ...	134	-72	28	48	23	188	215

Statistisk Årbog.

til dansk samfunds- og statsliv“ efter direktionens mening gå forud for hensynet til pengeværdien. Dyrtiden blev „trods al dens ubehag, det sekundære overfor den økonomiske politik“.

Med andre ord: Nationalbankens direktion manglede ikke forståelse for de teoretiske sammenhænge, men for teoretikernes målsætning.

Teoretikerne betragtede nationalbanken som en økonomisk institution, der virkede i et politisk miljø med det dominerende formål at bevare pengeværdien.

Direktionen betragtede derimod nationalbanken som en politisk institution, der virkede i et økonomisk miljø med det dominerende formål at føre landet frelst gennem krigsårene.

Under disse omstændigheder måtte guldspæringsproblemet anses for en ret uvæsentlig detalje. Det afgørende måtte være, hvorfor, i hvilket omfang og på hvilke betingelser nationalbanken gennem guldkøb og långiv-

ning skulle stille midler til rådighed for udlandet. Dette skal belyses i det følgende.

De krigsførendes krav

Det er dyrt at føre krig, og en krigs udfald beror bl. a. på, hvem der kan sætte flest økonomiske ressourcer ind i kampen. Et krigsførende land må derfor være interesseret i at få en nettoimport af varer udefra. En sådan nettotilførsel kan finansieres ved salg af udenlandske værdipapirer, brug af tilgodehavender i udlandet, eksport af guld og optagelse af lån i udlandet.

Det var navnlig centralmagterne, som var interesserede i en nettoindførsel af danske varer. I de år, hvor de var stærke, lykkedes det dem da også, jfr. tabel 2.13, at skaffe sig en sådan nettoindførsel.

Danske guldkøb og udlån

Centralmagterne finansierede deres merindførsel fra Danmark på alle de ovenfor nævnte måder, heriblandt ved de guldsalg og de kreditter, som fremgår af tabel 2.14. Kolonnen „lånets størrelse“ viser de kreditter, man fra dansk side ydede, medens kolonnen „heraf dækket i guld“ viser de

Tabel 2.14 Banklån under krigen 1914-18

Lånet optaget	Lånets størrelse	Heraf dækket i guld	Af lånet ydede		Låntager
			National-banken	De priv. hovedbk.	
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	
December 1915.....	30,0	15,0	30,0	—	Tyske banker
Juni 1916.....	20,0	10,0	10,0	10,0	— —
Juli —	30,0	—	10,0	20,0	Engelske banker
August —	30,0	—	7,5	22,5	Franske banker
December —	20,0	10,0	5,0	15,0	Tyske banker
Februar 1917.....	30,0	10,0	7,5	22,5	— —
September —	40,0	30,0	8,0	32,0	— —
Oktober —	4,5	—	0,9	3,6	— —
November —	30,0	—	6,0	24,0	Engelske banker
December —	22,5	10,0	4,5	18,0	Tyske banker
— —	6,3	—	1,3	5,0	Østrigske banker
— —	2,7	—	0,5	2,2	Ungarske banker
Marts 1918.....	17,5	7,5	3,5	14,0	Tyske banker
— —	3,5	—	0,7	2,8	Østrigske banker
— —	1,5	—	0,3	1,2	Ungarske banker
Juli 1918.....	10,5	4,5	2,1	8,4	Tyske banker
Tilsammen	299,0	97,0	97,8	201,2	

Einar Cohn, *Danmark under den store krig*, København 1928, side 307.

med låneaftalen kombinerede danske guldkøb. Ved december-1915-aftalen med de tyske banker fik tyskerne således danske betalingsmidler til et beløb af 45 mill. kr. Heraf skaffede de sig 15 mill. kr. ved guldsalg og 30 mill. kr. ved optagelse af lån.

Skal man acceptere nationalbankens forsvar for sin guldkøbs- og udlånspolitik, må man acceptere, at de krigsførende magter ønskede stillet danske betalingsmidler til rådighed i et omfang, som nationalbanken „af vægtige hensyn til dansk samfunds- og statsliv“ måtte affinde sig med. De krigsførende skulle simpelthen have pengene, og så måtte nationalbanken skaffe dem.

Under disse omstændigheder var det temmelig underordnet om udlandet fik de danske penge i kraft af danske guldkøb eller danske kreditydelser. Havde nationalbanken købt lidt mindre guld, havde den måttet yde lidt mere kredit. Det var vilkårene.

Bestemmende for guldkøbenes størrelse blev da, at det til dels skønnedes sikrere at købe guld frem for at give kredit, samt at den almindelige udvidelse af kreditten førte til en forøgelse af seddelomløbet og dermed til et større behov for guld til dækning af sedlerne.

Rigtigheden af denne argumentation hænger imidlertid på, at nationalbankens guldkøbs- og udlånspolitik i alt væsentligt var bestemt af et politisk krav om, at der stilledes en given mængde danske betalingsmidler til udlandets disposition.

Til belysning af dette spørgsmål skal vi se nærmere på omstændighederne omkring de enkelte lån.

Det første store lån

Det første store lån til udlandet præsteredes i december 1915, hvor nationalbanken efter samråd med udenrigsministeriet og handelsministeriet stillede 45 mill. kr. til rådighed for den tyske rigsbank. Af de 45 mill. kr. repræsenterede de 15 mill. kr. et guldkøb, medens de 30 mill. kr. var et lån fra nationalbanken. I direktionsprotokollen hedder det, at „bevæggrunden for nationalbanken til at gå ind på overenskomsten er foruden udenrigsministeriets ønske bankens ønske om at forøge guldbeholdningen og om at fremme samhandelen med Tyskland, hvilken er en del hæmmet ved den for tiden herskende lave reichsmarkkurs, samt om at vise Reichsbank nogen imødekommenhed, da Reichsbank bl. a. ved at indrømme nationalbanken en girokonto har imødekommet nationalbankens ønsker“.¹⁾

I denne motivering skimter man tre væsentlige hensyn. For det første et udenrigspolitisk. Man skal ikke lægge sig ud med store, stærke magter, når man er et lille land, der gerne vil bevare sin neutralitet. I sin bog om

¹⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 126-27.

nationalbanken fra 1914–1924 skriver Carl Ussing rent ud, at man var bange for Tyskland.¹⁾

Det andet hensyn var et handelspolitisk. Danmark havde brug for import af tyske rå- og hjælpestoffer, halvfabrikata og maskiner m. v., hvis produktion og beskæftigelse skulle holdes på et tilfredsstillende niveau. Men den tyske økonomi var indrettet på, at Tyskland førte krig. Til dette formål havde tyskerne brug for det størst mulige antal ressourcer, og derfor ville de ikke sende varer ud af landet uden at få nogle igen. Skulle Danmark importere fra Tyskland, måtte det eksportere til Tyskland. Eksporten til Tyskland hæmmedes imidlertid af de lave kurser på reichsmark. Eksportørerne fik forholdsvis få danske penge for deres tyske, og så tabte de noget af interessen for det tyske marked. Når nu nationalbanken lånte penge til den tyske rigsbank erhvervede den et tilgodehavende i Tyskland. Dette virkede på valutamarkedet, som om et antal danske kroner – nemlig det udlånte beløb – efterspurgte nogle tyske mark – svarende til tilgodehavendet i Tyskland. Dette måtte drive markkursen i vejret, og med den højere markkurs øgedes eksportørernes interesse for Tyskland. Denne sammenhæng imellem nationalbankens udenlandske långivning og valutakurserne gav iøvrigt eksporterhvervene en selvstændig interesse i, at der ydedes lån til udlandet.

Det tredje hensyn var et rent forretningsmæssigt. Nationalbanken mente, at den havde brug for guld; den var glad for at få en girokonto hos Reichsbank, og det ser i det store og hele ud, som om den ikke var utilfreds med låneforretningen.²⁾

Alle tre hensyn har således været afgørende for nationalbanken ved ydelsen af det første store lån til Tyskland.

De følgende lån

I sommeren 1916 ydedes endnu et lån til Reichsbank, og så var det Englands og Frankrigs tur. Var man neutral, eller var man det ikke? Siden fulgte nye lån til centralmagterne, jfr. tabel 2.14.

Det var karakteristisk for udviklingens videre forløb, at det udenrigspolitiske og det handelspolitiske hensyn efterhånden trængte det forretningsmæssige hensyn i baggrunden. Til belysning heraf skal citeres et møde-referat af 4. februar 1917, bilagt nationalbankens direktionsprotokol under nr. 2143. Det hedder heri:

„Ifølge udenrigsministerens anmodning mødtes nationalbankens direktion med direktør Clausen, etatsråd Glückstadt og geheimeetatsråd Damm i nationalbanken i formiddags kl. 2. Man enedes om – efter at ministerens

¹⁾ Carl Th. Ussing, *Nationalbanken 1914–24*, København 1926, side 70–71.

²⁾ Bilag 2083 til direktionsprotokollen.

udtalelser var meddelt – således som situationen forelå, og da sikkerheden for det af Tyskland ønskede lån var acceptabel, at muliggøre ministeren følgende svar til den tyske regering:

at ministeren mener at kunne formå bankerne til at gå ind på Tysklands anmodning, når der herved kan opnås fordele af betydning for Danmarks eksport.

Det vil dog blive nødvendigt, under hensyn til nationalbankens ved lånet øgede seddeludstedelse, at der stilles et guldbeløb til rådighed. Lånet ordnes vel iøvrigt som ved det sidste lån.

4/2 17.“

Med blyant og i Marcus Rubins håndskrift er der på mødereferatet skrevet:

„Afgivet af direktør Rubin til udenrigsm. Scavenius d. 4/2 17. Afskrifter sendt til direktørerne Clausen, Glückstadt og Damm personlig.“

Under samme bilagsnummer (2143) findes – ligeledes i Marcus Rubins håndskrift – koncept af 4/2 1917 til en skrivelse til udenrigsminister Erik Scavenius. Den lyder:

„Kære hr. udenrigsminister.

På mine kollegers og egne vegne tillader jeg mig at meddele Dem, at vi holdt møde i formiddag med d'hr. Clausen, Damm og Glückstadt, og at man blev enig om at udtale for Dem, at bankerne for deres vedkommende ikke har noget ønske om at afslutte den omhandlede forretning, men på den anden side er villige dertil, når udenrigsministeriet anser det for nødvendigt eller dog nyttigt for landet.

De nærmere finansielle vilkår må vi jo eventuelt træffe aftale om.“

I den næste større lånesag¹⁾ finder man endnu tydeligere tegn på, at de udenrigspolitiske og handelspolitiske hensyn var sat i højsædet. Da udenrigsministeriet havde ønsket et kreditarrangement med Tyskland, sendte Winther forslaget til udtalelse hos Rubin, der ferierede på Skagen, hvorfra det gik videre til Lauridsen, der opholdt sig på „Grønvang“ i Vejen. I sit svar af 22. juli 1917 til Winther skrev Rubin:

„Jeg er enig i, at vi måtte acceptere forslaget –, i det hele er det jo ikke tiden til „rationel“ bankpolitik, men den må rette sig efter forholdene, tant bien que mal.“

Den noget tungere Lauridsen skrev fra Vejen den 23. juli 1917:

„Har i dag modtaget Deres vedlagte forslag fra vor kollega Rubin, og tiltræder under de ekstraordinære forhold hvorunder vi lever denne, da vi må gøre hvad vi anser for nødvendig og forsvarlig for banken, for om mulig at yde vort bidrag til, at Danmark kan komme frelst ud af det store opgør, der finder sted.“

¹⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2157.

Disse to udtalelser viser med al ønskelig tydelighed det udenrigspolitiske hensyn.

Det handelspolitiske hensyn kommer i samme sag til orde, da udenrigsminister Erik Scavenius i en skrivelse af 3. august 1917 til nationalbankdirektør Winther bad nationalbanken strække sig lidt længere i forholdet til Tyskland. Hvis dette skete, mente Scavenius at kunne opnå tilsagn om levering af brændselsstoffer, skibsbygningsmaterialer og andet jern til såkaldte „gamle priser“, samtidig med at en truende prisnedsættelse på danske landbrugsvarer formentlig kunne undgås. Det endte med, at Scavenius opnåede, hvad han ville. Både i nationalbanken og i Berlin.

Det politiske ansvar

Efterhånden blev det dog utilfredsstillende for nationalbanken at lægge ryg til de udenlandske lån, uden at regeringen tog sin del af ansvaret. Den 13. november 1917 sendte nationalbankens direktion derfor regeringen en skrivelse, hvori man præciserede motiveringen for långivningen til udlandet.¹⁾ Det siges bl. a.: „Det kan om samtlige disse lån, uden undtagelse, siges, at de ikke er ydet af forretningsmæssige hensyn, d. v. s. at intet af lånene ville være blevne ydet, hvis regeringen ikke havde anset det for i høj grad ønskeligt af hensyn til statens og folkets politiske og økonomiske velfærd“. Med denne skrivelse havde nationalbanken nok lagt sagen lidt vel hårdt op, og da der forhandlede med stats-, finans-, udenrigs-, handels- og indenrigsministeren på et møde den 14. november 1917, viste regeringens medlemmer sig ifølge Ussing²⁾ lidet villige til at dele ansvaret med banken. Herefter måtte banken sætte tommeskruerne på regeringen.

Dette skete ved, at nationalbanken i en skrivelse af 8. december 1917³⁾ meddelte udenrigsministeriet, at hvis der skulle træffes nye aftaler om udførsel på kredit, var det „nationalbankens opfattelse, at kredittens risiko bør lægges et andet sted, naturligst på dem, der har fordel af de handelsmellemværender, som betinges af kreditten, men i hvert fald, at der – efter nationalbankens særlige karakter – ikke bør lægges beslag på denne til yderligere kreditydelser af nævnte art“.

Den 27. februar 1918 gjordes sagen til genstand for en forhandling imellem på den ene side finansministeren, handelsministeren og udenrigsministeren og på den anden side nationalbanken og de fire private hovedbanker. Nationalbanken fastholdt sit standpunkt. De private banker ville ikke deltage i kreditydelser, hvis nationalbanken ikke var meddeltager.

¹⁾ Bilag nr. 2167 til direktionsprotokollen. Gengivet i Carl Th. Ussing, *Nationalbanken 1914-24*, København 1926, side 79-82.

²⁾ Jfr. Carl Th. Ussing, *anf. skr.*, side 82.

³⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2167.

Det ansås ikke for gennemførligt at lade sælgerne af eksportvarer yde kreditterne, og regeringen ønskede, at kreditgivningen skulle fortsætte. Derfor gik ministrene med til, at der blev ydet statsgaranti for de udenlandske lån.¹⁾ Så kunne nationalbanken fortsætte sin kreditgivning. Den havde nu fået økonomisk og – endnu vigtigere – politisk rygdækning af regeringen.

Sammenfatning

Uoverensstemmelserne imellem nationalbanken og universitetet var i første række et spørgsmål om nationalbankens målsætning. Axel Nielsen mente, at banken var en økonomisk institution, som virkede i et politisk miljø med den hovedopgave at bevare pengeværdien. Direktionen synes derimod at have ment, at nationalbanken var en politisk institution, som virkede i et økonomisk miljø med den hovedopgave at føre landet frelst gennem krigsårene.

Hvis man accepterer Axel Nielsens målsætning, at pengeværdiens bevarelse var det vigtigste, må man give professoren ret i, at direktionen ikke var sin opgave voksen.

Men direktionen accepterede netop ikke denne målsætning. Den lod udenrigspolitiske og handelspolitiske hensyn gå forud for hensynet til pengeværdien. Gennemgangen af bilagene til direktionsprotokollen viser, at den forholdsvis konsekvent fulgte denne linie, at den var sig fuldt bevidst, hvad den gjorde, samt at den sikrede sig politisk rygdækning hos regeringen.

Hvorledes kan det da gå til, at Axel Nielsen fik held til at overbevise mange af samtiden og eftertiden om, at nationalbanken under første verdenskrig havde en udygtig ledelse?

Svaret er, at den offentlige mening vil have meget vanskeligt ved at anerkende, at en nationalbank sætter hensynet til pengeværdien i anden række. Direktionen handlede nok i overensstemmelse med regeringen. Men Axel Nielsen havde sin rygdækning i den offentlige mening. Og det forstod han at udnytte.

En af grundene til, at professoren fik så forholdsvis let spil, var, at direktionen ikke medens sagen stod på kunne lægge de tungtvejende sikkerhedspolitiske og handelspolitiske hensyn frem for offentligheden. Den havde blot at tage pap på rygstykkerne og holde tæt. Som Rubin skrev til Winther i det ovenfor side 58 citerede brev af 22. juli 1917:

„Jeg er også enig, at øjeblikket ikke er inde til at kunne svare den professorale vigtigmås, ved navn Axel Nielsen.“

¹⁾ Bilag nr. 2181 til direktionsprotokollen.

3. Normaliseringen

Indledning

Ligesom man kan tale om et fælles mønster for krigsøkonomien i de fleste europæiske lande, kan man tale om et fælles mønster for den normaliseringsproces, som de europæiske lande måtte igennem efter den første verdenskrig. Dette fælleseuropæiske mønster gav sig til kende såvel i målsætningen for den økonomiske politik som i konjunkturudviklingen.

Den fælles målsætning

Da krigen var slut, ønskede man overalt at vende tilbage til de gode gamle dage. Under krigen havde man tæret på varelagrene. Man ønskede dem fyldt op. Under krigen havde man slidt på produktionsapparatet. Man ønskede det sat i stand. Under krigen havde man produceret varer, der normalt importeredes, og hentet ressourcer dertil fra produktionen af varer, der under fredsforhold afsattes på fremmede markeder. Derved var den internationale arbejdsdeling blevet begrænset. Man ønskede den udvidet til sit hidtidige omfang. Under krigen var levestandarden sunket. Man ønskede den op. Kort og godt: Man ønskede hullerne stoppet og realindkomsten bragt op på førkrigniveau. Det var det første mål i normaliseringspolitikken, og det var vigtigt, bl. a. fordi den faldende levestandard og de specielle vanskeligheder mange steder havde givet anledning til alvorlig social og politisk uro.

Det næste mål for normaliseringspolitikken var at få afskaffet de mange ekstraordinære påbud og forbud. Under krigen havde befolkningerne fundet det rimeligt med rationeringer, maksimalpriser og andre produktions- og fordelingsordninger. Men efter krigen ønskede flertallet en tilbagevenden til frie forhold.

Det tredje store mål for den økonomiske politik var genoptagelse af centralbankens pligt til at indløse sine sedler med guld.

Den internationale konjunkturudvikling

I den nærmeste tid efter krigen dominerede de første to mål: at genskabe realindkomsten og ophæve restriktionerne. Det resulterede i en verdensomspændende højkonjunktur. I næsten alle lande var der ledige penge, og

overalt var der udækkede behov at imødekomme. Dette gav dels en meget stærk efterspørgsel, som fik lov at slå ud i store pris- og lønstigninger, da restriktionerne i vidt omfang afvikledes. Dels igangsattes på en række områder en vareproduktion, som var velkommen, når det gjaldt om at afvikle den ekstraordinære knaphed, men vanskeligt kunne afsættes under mere normale forsyningsforhold.

Den internationale højkonjunktur skulle dog ikke vare længe. I marts 1920 vendte råvarepriserne, og sidst på året begyndte industriproduktionen at falde.

Nedgangen i råvarepriserne kom, fordi råvaretilførslerne fra de oversøiske lande blev større, end markedet kunne bære. Dels fordi de europæiske lagre i 1920 nåede en i forhold til omsætningen passende størrelse. Dels fordi de oversøiske lande fortsat søgte at nedbringe deres råvarelagre. Disse var under krigen blevet endog meget store på grund af de begrænsede afskibningsmuligheder.

Faldet i industriproduktionen skyldtes bl. a., at virksomhederne hver for sig havde overvurderet efterspørgslen efter deres produkter. Hvorledes dette gik til, kan stærkt forenklet beskrives således: Da forsyningsforholdene var vanskelige søgte mange købere at skaffe sig de ønskede varer ved at bestille dem hos flere leverandører. En køber kunne f. eks. bestille en vare hos fem forskellige leverandører i den hensigt at købe varen hos den, der kom først med leverancen, og derpå afbestille hos de fire andre. Under disse omstændigheder gav virksomhedernes ordrebøger et ret urealistisk billede af den egentlige efterspørgsel efter deres varer, og så stod de pludselig med en produktion, som vanskeligt kunne afsættes.

På denne baggrund fik man i 1921 en verdensomspændende fredskrise med noget i retning af en halvering af råvarepriserne og en betydelig arbejdsløshed.

Siden kom der nogen gang i produktionen, men arbejdsløsheden holdt sig på et vel højt niveau de fleste steder. Dette hang bl. a. sammen med, at man begyndte at interessere sig for det tredje mål i normaliseringsprocessen, at genoptage seddelindløseligheden, og derfor strammede den økonomiske politik.

Den danske målsætning

Den danske målsætning for efterkrigstidens økonomiske politik fulgte i det store og hele det internationale mønster. Først skulle produktionen op på et rimeligt niveau samtidig med at restriktionerne afskaffedes. Dernæst skulle guldfo den genindføres.

At regeringen satte sig disse mål, er vel ganske naturligt. Men mange – bl. a. Axel Nielsen – havde lidt svært ved at forstå, at nationalbankens

ledelse i den grad kunne acceptere regeringens målsætning, at den uden videre affandt sig med, at hensynet til produktion og beskæftigelse sættes i højsædet, medens arbejdet for at genoprette pengeværdien udsattes, indtil forsyningsforholdene var blevet mere normale og den politiske atmosfære mere afspændt.

Denne politik lå dog helt på linie med Rubins og Ussings politik under krigen. Vi skal i det følgende gennemgå den ved en mere detaljeret belysning af det økonomisk politiske hændelsesforløb i efterkrigstiden. Forinden skal vi dog kort nævne nogle af de væsentligste grunde til, at nationalbanken lagde så stor vægt på at genskabe førkrigstidens produktion og levestandard, inden man for alvor søgte at genoprette pengeværdien. Vi skal gøre det ved at citere Ussing, som i efterkrigstiden blev nationalbankens talsmand, medens Rubin af helbredsmæssige grunde trådte i baggrunden.

Tilsyneladende havde Ussing tre motiver til at lade, hvad han kaldte „produktionsbeskyttelsen“ gå forud for, hvad han kaldte „seddelbeskyttelsen“.

Det første motiv var den sociale og politiske uro. Gennem sit formandskab i den faste voldgiftsret havde Ussing en nøje føling med udviklingen på arbejdsmarkedet. Han havde set, hvorledes krigstidens profitinflation og faldende realløn havde svækket tilhængerne af den bestående arbejdsret og styrket syndikalister og anarkister. Han så med bekymring på de ulovlige strejker, de stadig hyppigere gadeoptøjer og de lidt kedelige episoder som „stormen på børsen“, hvor en mindre gruppe syndikalister trængte ind i børsbygningen og pryglede tilstedeværende „kapitalister“ og „kapitalistlakajer“. Isoleret betragtet var disse begivenheder ikke alarmende, men når man så dem i sammenhæng med de revolutionære strømninger i Europa, var udviklingen foruroligende. Der havde jo været revolution i Rusland i 1917, borgerkrig i Finland i 1918 for slet ikke at tale om de blodige revolter i Hamburg og Kiel i november 1918. Det var lidt vel tæt på vore grænser. Man ville nødig importere revolutionen. Under disse omstændigheder måtte man naturligvis søge at hindre fremmed finansiering af revolutionær virksomhed her i landet. Nationalbanken henstillede derfor ved skrivelse af 9. november 1918 til de private banker, at de undlod at købe rubelsedler.¹⁾ For Ussing var dette dog kun udenværker. Han kendte den gamle regel, hvorefter den, som vil lukke munden på folk, må putte noget i den. Skulle den sociale uro standses, måtte de sociale forhold bedres, og dette kunne alene ske, hvis forsyningsforholdene normaliseredes.

Ussings andet motiv var en vis solidaritet med regeringen Zahle. Denne

¹⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2200.

Tabel 3.1 Træk af indkomst- og produktionsudviklingen 1914-26

	Netto- faktor- indkomst i 1929-priser	Landbrugets produktions- værdi i 1929- priser	Industri produk- tion	Realtimeløn i industri og håndværk	Arbejds- løshed
	1	2	3	4	5
	1914=100	1914=100	1914=100	1914=100	pct.
1914.....	100*)	100	100**)	100	10
1915.....	...	93	...	88	8
1916.....	...	91	...	86	5
1917.....	...	79	...	85	10
1918.....	...	56	...	95	18
1919.....	...	60	...	137	11
1920.....	99	73	136	148	6
1921.....	92	85	103	156	20
1922.....	98	90	116	142	19
1923.....	112	103	146	132	13
1924.....	114	110	158	133	11
1925.....	111	109	166	143	15
1926.....	114	115	161	147	21

- (1) Kjeld Bjerke og Niels Ussing, *Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950*, København 1958, tabel II, side 145.
- (2) Einar Cohn, *Privatbanken i København gennem hundrede år, 1857-1957*, II. halvbind, København 1958, bilag J, side 546-47.
- (3) Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag I, side 153.
- (4) Erling Olsen, *Danmarks økonomiske historie siden 1750*, København 1962, side 212.
- (5) Erling Olsen, *anf. skr.*, side 214.

*) Nettofaktorindkomsten for 1914 blev forhøjet 5 pct. under hensyn til, at de senere tal inkluderede Sønderjylland.

**) Produktionsindekset for 1913 blev forhøjet med 2 pct. for at konstruere et indeks for 1914.

solidaritet skyldtes i et vist omfang Ussings opfattelse af nationalbanken som en politisk institution, hvis virksomhed måtte samordnes med andre politiske institutioners. Det spillede dog også en rolle for Ussing, at regeringen blandt sine medlemmer talte en arbejderfører.¹⁾ Dette gjorde arbejderbevægelsen medansvarlig for opretholdelsen af ro og orden. Ussing var helt klar over, at der måtte betales en pris for arbejderbevægelsens støtte til regeringen. Han var også klar over, at denne pris var øgede statsudgifter til understøttelser og andre socialpolitiske foranstaltninger. Han vidste, at disse merudgifter ikke fuldt ud kunne ventes dækket af skatte-

¹⁾ Th. Stauning, der siden 1916 havde været socialdemokratisk „kontrolminister“, forblev – i modsætning til venstres og de konservatives „kontrolministre“ – i regeringen efter valget i 1918 og overtog fra indenrigsministeriet en række sager vedrørende social- og arbejderpolitiske spørgsmål.

Tabel 3.2 Indekstal for prisudviklingen 1918-26

	Detail- pristal	Finans- tidendes engros- pristal	Statistisk departe- ments engros- pristal	Import pristal	Eksport- pristal	National- indkomst- pristal
	1	2	3	4	5	6
	1914 = 100	1914 = 100	1914 = 100	1914 = 100	1914 = 100	1914 = 100
1918.....	182	302	270	318	299	...
1919.....	211	295	290	325	311	...
1920.....	263	383	347	411	311	...
1921.....	225	253	199	210	233	265
1922.....	199	180	152	158	175	204
1923.....	207	207	166	182	174	197
1924.....	218	220	201	209	219	214
1925.....	207	206	...*)	...*)	...*)	209
1926.....	183	141	...	...	...	179

1) *Statistisk Arbog*. Det her anførte pristal vedrører juli måned.

(2) *Finanstidende*. Det her anførte pristal vedrører juli måned.

(3) (4) og (5) *Statistisk Tabelværk* V, D, 45, side 7*, jfr. anm. til tabel 2.5, side 40.

(6) Kjeld Bjerke og Niels Ussing. *Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950*, København 1958, tabel II, side 145. Pristallet er beregnet ved at sammenholde tallene for nettofaktorindkomsten i henholdsvis faste (1929) priser og løbende priser.

*) I 1925 gik det statistiske departement over til et nyt beregningsgrundlag for engrospristallet. Med 1913 = 100 blev dette engrospristal 210 for 1925 og 163 for 1926. For importvarer blev pristallet i henholdsvis 1925 og 1926 204 og 160, for eksportvarer 212 og 156, for hjemmemarkedsvare 217 og 168.

forhøjelser og obligationslån, hvorfor nationalbanken måtte træde til. Og han var villig til at betale sin del af revolutionsforsikringspræmien.

Ussings tredje motiv til at støtte en hastig genopbygning var efter alt at dømme, at man ventede at få Sønderjylland hjem. Den røvede datter skulle komme tilbage til et istandsat hus og til en familie, som kunne give hende, hvad hun behøvede.

Den danske konjunkturudvikling

Da Danmarks økonomi er så stærkt afhængig af udlandets, kan det ikke undre, at den danske konjunktur i store træk fulgte den internationale. En undtagelse danner dog året 1922, hvor vi her i landet fik et opsving, som man ikke så i udlandet.

I det følgende skal vi indledningsvis redegøre for udviklingen i produktion og levestandard i normaliseringsperioden. Dernæst skal vi vise, hvorledes det gik med pengeværdien. I fortsættelse heraf skal vi give en oversigt over udviklingen på penge- og kapitalmarkedet for til slut at drøfte det særlige danske konjunkturopsving i 1922.

Tabel 3.3 Københavnske valutakurser (a vista) som procent af guldpariteterne 1914-27

		New York	London	Ham- burg	Stock- holm ¹⁾	Kristi- ania ¹⁾	Kronens internatio- nale værdi beregnet som guld- paritets- kursen i pct. af den aktuelle dollarkurs
		pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.
1. juli	1914.....	101	101	100			99
30. sept.	-	103	103	100			97
28. dec.	-	108	106	98			93
31. marts	1915.....	108	104	93			92
30. juni	-	103	100	87			97
29. sept.	-	105	100	89			95
31. dec.	-	100	95	78			100
31. marts	1916.....	94	91	70			106
30. juni	-	94	90	71			107
30. sept.	-	99	96	72			101
30. dec.	-	99	96	69			101
31. marts	1917.....	93	91	62			107
30. juni	-	93	90	56			107
29. sept.	-	87	84	50			115
31. dec.	-	88	85	72			114
27. marts	1918.....	87	84	73			115
29. juni	-	87	84	63			115
30. sept.	-	93	91	58			107
31. dec.	-	100	98	52	109	105	100
31. marts	1919.....	107	101	42	107	103	94
30. juni	-	114	108	36	109	106	88
30. sept.	-	123	106	23	113	107	81
31. dec.	-	139	108	12	112	106	72
31. marts	1920.....	149	117	10	118	106	67
30. juni	-	164	133	18	135	101	61
30. sept.	-	190	135	13	140	102	53
31. dec.	-	173	125	10	129	100	58
31. marts	1921.....	147	119	10	129	89	68
30. juni	-	158	122	9	132	85	63
30. sept.	-	150	115	6	125	69	66
31. dec.	-	134	115	3	125	80	75
31. marts	1922.....	127	114	2	123	84	79
30. juni	-	126	114	1	121	77	80
30. sept.	-	133	119	0	130	84	75
30. dec.	-	131	124	0	132	92	77

Fortsættes næste side.

Tabel 3.3 fortsat.

	New York	London	Ham- burg	Stock- holm ¹⁾	Kristi- ania ¹⁾	Kronens internatio- nale værdi beregnet som guld- paritets- kursen i pct. af den aktuelle dollarkurs
	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.
31. marts 1923.....	140	135	0	139	94	71
30. juni -	153	143	0	151	93	65
29. sept. -	151	140	0	149	89	66
31. dec. -	152	135	- ²⁾	149	83	66
31. marts 1924.....	166	146	- ²⁾	164	84	60
30. juni -	168	149	- ²⁾	166	84	60
30. sept. -	154	141	- ²⁾	153	82	65
31. dec. -	153	148	152	153	86	66
31. marts 1925.....	147	144	146	147	86	68
30. juni -	133	133	133	133	89	75
30. sept. -	111	110	111	111	83	90
31. dec. -	109	108	108	109	82	92
31. marts 1926.....	103	102	102	102	82	98
30. juni -	101	101	101	101	83	99
30. sept. -	101	101	101	101	83	99
31. dec. -	101	100	100	100	95	99
31. marts 1927.....	101	100	100	100	98	99
30. juni -	100	100	100	100	97	100
30. sept. -	100	100	100	100	99	100
31. dec. -	100	100	100	101	99	100

Beregninger på grundlag af kursangivelser i *Statistisk Årbog* og nationalbankens årsberetning.

¹⁾ Optoges ifølge bekendtgørelse af 28. september 1918 til notering på Københavns børs fra 1. oktober 1918.

²⁾ Noteringen suspenderet fra 6. november 1923 til 11. november 1924.

Produktion og levestandard

Tabel 3.1. viser, hvorledes det på få år lykkedes at komme op på førkrigstidens levestandard. Industriproduktionen steg hurtigt og realtimelønnen¹⁾ endnu hurtigere. Tabellen viser desuden, hvorledes arbejdsløsheden svandt ind under højkonjunktoren frem til 1920. I det internationale kriseår 1921 nåedes atter et foruroligende niveau. Sidenhen bedrede beskæftigelsen sig noget, men arbejdsløsheden var fortsat meget stor.

¹⁾ Ved vurderingen af realtimelønnen må det tages i betragtning, at arbejdsugen i 1919 nedsattes til 48 timer.

Tabel 3.4 Engrospristal for Danmark, Sverige, England og USA 1918-1926

	Danmark (Finans- tidende)	Sverige	England	USA
Førkrigsniveau = 100				
1918 gnstl.....	295	339	226	194
1919 -	306	330	242	206
1920 -	374	359	307	226
1921 -	250	222	197	147
1922 -	179	173	158	149
1923 -	201	163	159	154
1924 -	226	162	166	150
1925 -	200	161	160	159
1926 -	145	149	148	151

Statistisk Årbog. (Her 1927. Der er ikke fuldstændig overensstemmelse mellem tallene i de forskellige årgange af årbogen.)

Pengeværdien

I tabel 3.2 bringes en række indekstal for prisudviklingen her i landet fra 1918 til 1926. Disse pristal udtrykker bevægelserne i kronens indenlandske købekraft. De viser en meget kraftig prisstigning umiddelbart efter krigen

Tabel 3.5 Merindførsel 1918-26, importmængde, eksportmængde og bytteforhold

	Merind- førsel	Import- mængde	Eksport- mængde	Bytte- forhold
	1	2	3	4
	mill. kr.	1914=100	1914=100	1914=100
1918.....	200	40	30	94
1919.....	1.654	103	30	96
1920.....	1.352	100	66	76
1921.....	139	103	78	111
1922.....	280	128	86	111
1923.....	368	146	113	96
1924.....	242	148	116	105
1925.....	148	...	...	...
1926.....	122	...	...	...

- (1) Kjeld Bjerke og Niels Ussing, *Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950*, København 1958, tabel VI., side 153.
- (2) og (3) Beregninger på grundlag af Bjerke og Ussings tal for import- og eksportværdi samt prisindekstallene i *Statistisk Tabelværk V*, D, 45, side 7*, jfr. anm. til tabel 2.5, side 40.
- (4) *Statistisk Tabelværk V*, D, 45, side 7*, jfr. anm. til tabel 2.5, side 40.

Tabel 3.6 Bevægelser på nationalbankens balance 1918-26

	1918	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Stigning i:									
Seddelomløb	112	39	67	-86	-12	13	6	-41	-52
Private bankers folioinde- stående i nationalbanken	43	-49	3	39	63	-97	-21	24	-19
Primær indenlandsk penge- forsyning	155	-10	70	-47	51	-84	-15	-17	-71
Modsvares af stigning i:									
Fordringer på:									
Staten (netto)	126	-117	107	-14	-18	22	21	-69	-5
Udlandet (netto)	17	-109	-16	-27	-24	-2	29	48	-62
Private banker (brutto) ..	-1	71	13	61	72	-18	-3	-84	-7
Guldbeholdning	21	32	1	1	0	-19	0	0	0
Beholdning af indenlandske obligationer og aktier	-7	27	-7	-11	-11	-3	-10	-1	-5
Fordring på kursegaliserings- fonden	.	.	.	.	.	-49	-58	107	.
Øvrige aktiver (netto)	-1	86	-28	-57	32	-15	6	-18	8
I alt	155	-10	70	-47	51	-84	-15	-17	-71

Bilagstabellerne I, II, VI, IX, XIII og XIV samt for de private bankers mellemværende med nationalbanken: Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 2, side 154-55.

og et meget betydeligt prisfald i 1921-22. Så følger en opgang frem til 1924, hvorefter priserne atter falder.

Tabel 3.3 viser de københavnske valutakurser og kronens guldværdi i perioden 1914-1927. Disse tal udtrykker bevægelserne i kronens internationale værdi. Det ses, at svingningerne er betydelige.

Udviklingen i valutakurserne bestemtes af en række forhold, hvoriblandt prisbevægelserne i Danmark sammenlignet med prisbevægelserne i udlandet, jfr. tabel 3.4.

Af væsentlig betydning var tillige udviklingen på handelsbalancen, jfr. tabel 3.5. Tabellen viser, at det meget store indførselsoverskud i 1919 ikke mindst skyldtes Danmarks begrænsede eksportkapacitet. Dette hang igen sammen med, at det tog sin tid at genoprette landbrugsproduktionen, jfr. tabel 3.1 kolonne (2). Tabel 3.5 viser endvidere, at det store underskud på handelsbalancen i 1920 tildels skyldtes et forringet bytteforhold.

Pengepolitikken

Skal man meget kort karakterisere pengepolitikken i normaliseringsperioden, må man sige, at nationalbanken indtil 1923 lagde hovedvægten på at bevare et rimeligt aktivitetsniveau. I ekspansionsårene lige efter krigen

Tabel 3.7 Nationalbankens diskonto 1915-26

Fra	10. 7. 1915	5	pct.	Fra	25. 4. 1922	5	pct.
-	3. 1. 1919	5½	-	-	1. 5. 1923	6	-
-	7.10. 1919	6	-	-	17. 1. 1924	7	-
-	17. 4. 1920	7	-	-	25. 8. 1925	6	-
-	5. 5. 1921	6½	-	-	8. 9. 1925	5½	-
-	6. 7. 1921	6	-	-	24. 6. 1926	5	-
-	5.11. 1921	5½	-				

Nationalbankens årsberetninger.

søgte den således ikke at begrænse pengeforsyningen, jfr. tabel 3.6, og diskontoforhøjelserne i 1919 og 1920 var, jfr. tabel 3.7, alt for små til virkelig at dæmpe inflationspresset.

Da krisen kom, sænkedes diskontoen for at modvirke den store arbejdsløshed i 1921 og 1922. I det sidst nævnte år udvidedes endvidere pengeforsyningen, bl. a. for at komme landmandsbanken til hjælp, noget vi senere skal vende tilbage til.

Fra 1923 sker der imidlertid et omslag i pengepolitikken. Fra da af præges såvel pengeforsyningen som diskontopolitiken af ønsket om en genindførelse af guldfoden. Hensynet til pengeværdien blev sat i højsædet.

Tabel 3.8 Udlån og indlån i banker og sparekasser i 1914 og 1918-26

	Banker			Sparekasser		
	Udlån	Indlån	Udlån som pct. af indlån	Udlån	Indlån	Udlån som pct. af indlån
Ultimo	mill. kr.	mill. kr.	pct.	mill. kr.	mill. kr.	pct.
1914.....	666	980	68,0	677	907	74,6
.....	.	.	.	.	.	.
.....	.	.	.	.	.	.
1918.....	2.166	3.582	60,5	1.033	1.477	69,9
1919.....	2.688	4.025	66,8	1.152	1.484	77,6
1920.....	2.849	4.189	68,0	1.180	1.555	75,9
1921.....	3.546	3.458	102,5	1.256	1.660	75,7
1922.....	3.018	3.067	98,4	1.330	1.826	72,8
1923.....	2.854	2.772	103,0	1.460	1.864	78,3
1924.....	2.621	2.331	112,4	1.486	1.914	77,6
1925.....	2.234	2.121	105,3	1.538	1.956	78,6
1926.....	2.111	1.976	106,8	1.604	1.977	81,1

Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 2, side 154-55 og bilag 5, side 158-59.

Tabel 3.9 Bankers og sparekassers anbringelser i obligationer og udlån 1914 og 1918-26

	Banker		Sparekasser	
	Obliga- tioner og udlån	Heraf obliga- tioner	Obliga- tioner og udlån	Heraf obliga- tioner
Ultimo	mill. kr.	pct.	mill. kr.	pct.
1914.....	917	19	893	24
.....	.	.	.	.
.....	.	.	.	.
1918.....	2.582	11	1.340	23
1919.....	3.179	11	1.434	20
1920.....	3.323	10	1.447	18
1921.....	3.966	11	1.556	19
1922.....	3.395	11	1.736	23
1923.....	3.173	10	1.849	21
1924.....	2.886	9	1.857	20
1925.....	2.463	9	1.901	19
1926.....	2.311	9	1.963	18

Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 5, side 158-59. Tallene for bankernes anbringelser i obligationer er for årene 1914, 1918, 1919 og 1920 reduceret med 30 pct. i posten „Heraf obligationer“ (men ikke i posten „obligationer og udlån), idet tallene indtil 1920 omfattede samtlige obligationer og aktier, medens de fra 1921 alene omfattede stats-, kommune-, kredit- og hypotekfor-ensobligationer. I 1921 androg forskellen ca. 30 pct.

Banker og sparekasser

Tabel 3.8. viser udviklingen i udlån og indlån i banker og sparekasser. Det ses, at udlånene som procent af indlånene steg helt anderledes stærkt i bankerne end i sparekasserne.

Dette hænger i nogen grad sammen, at bankerne, jfr. tabel 3.9, i højere grad end sparekasserne ændrede deres anbringelsesformer til fordel for udlånene. Det er dog kun en del af forklaringen.

En anden del kan muligvis findes i ændring af betalingssædvanerne. I det omfang, bankernes kunder i højere grad end sparekassernes har ladet betaling ved checks træde i stedet for betaling i kontanter, er kravene til bankernes kassebeholdning gået ned, og udlånene har kunnet øges.

En tredje del af forklaringen skal muligvis søges i, at de private banker i efterkrigstiden på en anden måde end før krigen gældsatte sig til nationalbanken. Den kassebeholdning og udlånskapital, som lå ud over, hvad indlånene kunne bære, skaffedes i højere grad tilveje ved lån i nationalbanken. Hvor de private bankers nettogæld til nationalbanken i 1913-14

Tabel 3.10 Likviditet og investering 1913-14 og 1921-26

	Obli- ga- tions- rente	Primær indl. penge- for- syning	Sekundær indl. penge- forsyning	Bruttoinvest. i 1929-priser		Netto- faktor- indkomst i løbende priser	(2) som pct. af (6)	(3) som pct af (6)
				Byg- ninger og anlæg	Ma- skiner og trans- port- midler			
	1	2	3	4	5	6	7	8
	pct.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	pct.	pct.
1913.....	4,6	158	1.909	274	169	2.038	7,8	93,7
1914.....	4,7	217	2.094	249	179	2.247	9,7	93,2
.....	.	.	.	.	.	.	.	.
.....	.	.	.	.	.	.	.	.
1921.....	5,5	552	5.598	193	170	5.774	9,6	97,0
1922.....	5,1	603	5.361	257	174	4.742	12,7	113,1
1923.....	5,3	520	5.120	285	181	5.212	10,0	98,2
1924.....	5,7	504	4.736	283	209	5.790	8,7	81,8
1925.....	5,8	488	4.529	250	216	5.491	8,9	82,5
1926.....	5,7	417	4.352	269	217	4.830	8,6	90,1

- (1) Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 3, side 156.
- (2) og (3) Erik Hoffmeyer, *anf. skr.*, bilag 2, side 154-55. (2) Seddelomløb + private bankers folioindeståender i nationalbanken, (3) Seddelomløb + indskud i banker og sparekasser + indestående på postgiro.
- (4) (5) og (6) Kjeld Bjerke og Niels Ussing, *Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950*, København 1958, tabel V, side 151 og tabel II, side 145.

havde udgjort mellem 1 og 2 pct. af udlånsmassen, kom den i 1920'erne til at svinge imellem 3 og 8 pct. af udlånene.

Alle disse tre forklaringer kan dog ikke skjule den fjerde, nemlig at bankerne havde vovet sig lidt for langt ud i deres kreditgivning. Dette førte til en række banksammenbrud, der skal omtales i bind 3. Her skal blot peges på, at banksammenbruddene førte til, at folk i nogen grad tog deres penge ud af bankerne og placerede dem i sparekasserne, der betragtedes som mere sikre. Dette registreres i tabel 3.8, hvor man perioden igennem ser en støt og uafbrudt vækst i sparekassernes indlån. Bankernes indlån, som før krigen var på niveau med sparekassernes, voksede derimod til lidt under det tredobbelte af sparekassernes i 1919-20 for derefter at falde til samme niveau som sparekassernes i 1926. Førkrigstidens styrkeforhold imellem de to slags institutioner var hermed genoprettet. Bankerne havde haft nogle gyldne år under krigen og den første efterkrigstid, men i den sidste del af normaliseringsperioden tabte de både penge og anseelse. Sparekasserne var derimod blevet sejlet agterud under den hektiske pe-

riode, men de klarede sig net igennem deflationsårene, og deres almindelige omdømme styrkedes.

Året 1922

Det er ovenfor nævnt, hvorledes Danmark i 1922 fik et mindre konjunkturopsving, som man ikke havde tilsvarende i udlandet. Det er ligeledes nævnt, at pengeforsyningen i 1922 øgedes, bl. a. på grund af støtten til landmandsbanken.

I Nyboe Andersens bog om lånerenten påvises det, at forøgelsen af likviditeten førte til et fald i den lange rente. Dette rentefald tilskrives æren for en øget investeringsvirksomhed og navnlig for den stærke vækst i boligbyggeriet. I året 1.10.1921-30.9.1922 fuldførtes ca. 5.500 lejligheder i hovedstaden og provinsbyerne, men året efter steg tallet til ca. 7.500 lejligheder.¹⁾

Det er imidlertid et spørgsmål, om det er rimeligt at lægge så megen vægt på rentefaldet som årsag til ændringen i boligbyggeriets omfang.

For det første viser tabel 3.10., at rentefaldet, når alt kom til alt, var begrænset. For det andet ændredes det offentliges støtte til boligbyggeriet i netop disse år, hvad der nok har spillet en stor rolle for den tidsmæssige udvikling i boligbyggeriet. Det kan således være svært at afgøre, hvor meget af stigningen i boligbyggeriet, der skyldtes rentesænkningen, og hvor meget der skyldtes ændringer i det offentliges støtte til boligbyggeriet.²⁾

For det tredje må man spørge, om udvidelsen af investeringsaktiviteten

¹⁾ P. Nyboe Andersen, *Lånerenten*, København 1947, side 190.

²⁾ Siden slutningen af krigen støttede det offentlige boligbyggeriet dels i form af lån og dels i form af tilskud. Beløbsrammen for statslån var på 30 mill. kr. Lånene udbetales kontant. Den årlige ydelse var 5 pct., hvoraf 4 pct. rente. Beløbsrammen for statstilskud var på 25 mill. kr. Fra slutningen af 1920 fastsattes statstilskuddet til 20 pct. af ejendomsskylden eller anskaffelsessummen, og tilskuddet udbetaltes kontant. Kommunerne ydede som regel et tilsvarende tilskud. Ved afviklingen af denne form for støtte bestemtes det, at byggeriet skulle være påbegyndt før 1. april 1922 for at få del i lånene og før 1. maj 1922 for at få del i tilskuddene. Ved lov af 23. december 1922 oprettedes statens boligfond, der ydede 3. prioritetslån udbetalt i obligationer.

Det er vanskeligt at skønne over, hvilken indflydelse disse forhold har haft på boligbyggeriet i årene 1921-22 og 1922-23. Tallene for boligbyggeriet omfatter de lejligheder, der er taget i brug i mellem oktober flyttedagene. Byggeriet startedes normalt, når frosten var gået af jorden, og var fuldført, inden vinteren for alvor satte ind. Det er vel sandsynligt, at en del byggeri blev påbegyndt før 1. maj (evt. 1. april) 1922 for at få del i statstilskuddene (evt. statslånene), og at noget af dette byggeri endnu ikke var taget i brug 1. oktober 1922 og derfor indgår i tallene for 1922-23. Boligbyggeriet fordelte sig i de to år således:

Noten fortsættes næste side.

ikke snarere skyldtes en almindelig lettelse af adgangen til kredit. I tabel 3.10 kolonne (7) og (8) sammenholdes henholdsvis den primære og den sekundære indenlandske pengeforsyning med nettofaktorindkomsten i løbende priser. Det, som synes at være sket, er, at pengeforsyningen voksede samtidig med, at priserne faldt. Under disse omstændigheder blev det lettere at finansiere investeringerne. På samme måde må man tolke kolonnerne (3) og (6) i tabel 3.8. Både banker og sparekasser noterede et fald i deres udlån i procent af indlån, hvorfor der er grund til at tro, at banker og sparekasser i 1922 stillede sig forholdsvis imødekomende overfor låntagere.

Sammenfatning

På forholdsvis kort tid nåede produktion og levestandard op på førkrigs-niveauet, men kronens internationale værdi sank kraftigt, uden at nationalbanken for alvor tog de pengepolitiske midler i brug. Først fra 1923 bliver der tale om en mærkbar stramning af pengepolitikken med sigte på en hævn af kroneværdien og genindførelse af guldoden.

Dette betød dog ikke, at nationalbanken – som hævdede af Axel Nielsen¹⁾ – bare lod stå til i de første efterkrigsår. I stedet for diskontopolitikken anvendte den blot det middel, som med tiden skulle blive et af nationalbankens slagkraftigste: Dens public relations virksomhed. Derudover søgte man i det små at påvirke udviklingen på penge-, kapital- og valutamarkederne, hvor det kunne ske uden at bringe produktion og beskæftigelse i fare.

I det følgende skal vi først gennemgå form og indhold i nationalbankens PR. Dernæst skal vi se på anvendelsen af de små midler i nationalbankens politik.

Note 2, side 78, fortsat:

	Private bygherrer		Byggeforeninger	Kommune (stat)	Til sammen
	u. off. støtte	m. off. støtte			
Provinsbyer	Antal lejligheder				
1.10.1921–30.9.1922	585	674	730	290	2.279
1.10.1922–30.9.1923	1.247	1.080	228	133	2.688
Hovedstaden					
1.10.1921–30.9.1922	902		1.400	884	3.186
1.10.1922–30.9.1923	1.683		2.479	710	4.872

Statistiske Meddelelser, 4-88-7, side 17 og 22.

¹⁾ Axel Nielsen, *Bankpolitik II*, København 1930, side 531.

Nationalbankens public relations virksomhed

I sin PR spillede nationalbanken på mange strenge. Der førtes private samtaler med ministre og rigsdagsmænd. Der afsendtes skrivelser til den kongelige bankkommissær og til finansministeren, f. eks. skrivelsen af 22. november 1920, som diskret spurgte finansministeren, om han fortsat havde hjemmel for sine overtræk i banken.¹⁾ Der udsendtes udtalelser til offentligheden som f. eks. resolutionen fra den skandinaviske valutakonference i Kristiania den 23.-25. februar 1920. I konferencen deltog en repræsentant for seddelbanken og tre repræsentanter for de private banker i hvert af de skandinaviske lande. Konferencens udtalelse²⁾ sagde blandt andet, at „diskontoens høide har forholdsvis litet at bety i tider hvor andre prisbestemende momenter spiller en langt større rolle end ellers“ og anbefalede „arbejde og sparsomhet“ som de eneste effektive og varige midler til bedring af økonomien. I PR-virksomheden indgik ligeledes nationalbankdirektørernes deltagelse i offentlige diskussioner om landets økonomiske politik, jfr. mødet i handels- og kontoristforeningen den 3. marts 1920, hvor Marcus Rubin og Ussing efter et foredrag af bankdirektør C. C. Clausen gik ind i en debat med landstingsmand, børskommissær Schovelin.³⁾ Derudover holdt nationalbankens direktører selv foredrag, ligesom de selv skrev artikler om aktuelle problemer. Navnlig Ussing var aktiv. Her skal blot hentydes til hans artikel „Magt eller ret“ i Berlingske Tidende den 26. april 1920, hvori påskekrisen drøftedes, hans lille „Økonomisk ABC for enhver“, som i 1920 udsendtes i serien Socialpolitiske skrifter, udgivet af arbejdsgiverforeningens og industrirådets socialpolitiske udvalg samt foredraget „Kollektiv moral“ holdt i Pædagogisk selskab i 1921 og udsendt som pjece på Gads forlag.⁴⁾

Det kan således ikke med rimelighed hævdes, at nationalbankens direktion bare lod stå til. Den virkede aktivt for, at der skulle føres en økonomisk politik efter ganske bestemte retningslinier. Det kunne den gøre i bevidstheden om, at udtalelser fra nationalbanken vejede tungt i den offentlige debat. Trods teoretikernes til tider voldsomme angreb på nationalbanken, besad denne institution en betydelig autoritet i befolkningen, og offentligheden interesserede sig for nationalbankens mening.

¹⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 180-81.

²⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2258.

³⁾ Refereret i dagbladet *Børsen* den 4. marts 1920.

⁴⁾ Optrøkt i Oluf H. Krabbe, *Carl Ussing i skrift og tale*, København 1935, side 492-512.

Kravet om en indkomstpolitik

Hvad var da nationalbankens mening om den økonomiske politik? Hvad brugte den sin PR-virksomhed til at fortælle?

Det er ikke helt let at svare på, for nationalbankens udtalelser var ofte selvmodsigende og tit forfejlede. Navnlig Ussing havde et talent for at slippe skruptudser løs. Hans venner og kolleger har næppe været begejstrede, da han udsendte „Økonomisk ABC for enhver“. Der var rigeligt med misforståelser og unøjagtigheder, som en kritiker kunne angribe, og Axel Nielsen med elever tog da også for sig af retterne. Men kan man se bort fra detaljerne og den stedvise mangel på sammenhæng i argumentationen, tegner der sig i Ussings værker et krav om, hvad man i dag ville kalde en indkomstpolitik.

Det centrale i den moderne indkomstpolitik er et ønske om både økonomisk vækst og stabile priser. Præcis de samme mål sætter Ussing sig, når han taler om „produktionsbeskyttelsen“ og „seddelbeskyttelsen“. Vor tids fortalere for en indkomstpolitik fremhæver, at pengepolitikken nok kan holde inflationen i ave, men anvendes den isoleret, må den strammes så meget, at også væksten bremses. Derfor mener indkomstpolitikken fortalere, at man ved siden af pengepolitikken bør sætte ind på en række andre områder af betydning for den økonomiske udvikling, først og fremmest de offentlige finanser, lønningerne til arbejdere, funktionærer og tjenestemænd samt priserne og avancerne.

Marcus Rubin var på samme linie, da han under den nævnte diskussion i handels- og kontoristforeningen den 3. marts 1920 ifølge dagbladet Børsens referat sagde, at hvis man søgte at bedre valutakurserne ved en kraftig anvendelse af diskontopolitikken, ville medicinen snart vise sig værre end sygdommen. Ussing karakteriserede rent ud diskontomidlet med ordene „standsning af produktionen“, og han skriver bl. a.: „Hvis seddelbanken skulle optræde forebyggende . . ., så skulle den blande sig i lønforhandlinger, i vareprisaftaler, i statens og kommunernes løntariffer og sociale udgifter, i salgskarteller og funktionærlønninger“.¹⁾ Det var også nærmest det, nationalbanken gjorde ved sin PR-virksomhed. Man var sig bevidst, at den frie konkurrence til dels var sat ud af spillet, og at man „nu, hvor lønninger, takster, omsætningsfortjenester m. m. fastslås ved kollektiv eller ved stats- eller kommunalpolitisk vedtagelse, ofte efter social eller politisk kamp“¹⁾ havde en mulighed for at påvirke udfaldet gennem belæring af offentligheden.

Ussings belæring kunne være nok så enkel. I „Økonomisk ABC for enhver“ hedder det bl. a.:

¹⁾ Carl Th. Ussing, *Nationalbanken 1914-24*, København 1926, side 15.

„Vareknaphed og dyrtid lader sig ikke snakke fra og ikke bestikke med penge; man må se dem i øjnene og stå dem igennem. Det bør for tiden være en ting, der *hædres* her i landet, dette at gå med en luvslidt frakke; det er en patriotisk gerning at gå med lappede sko. Professor Warming siger, der skal dannelse til for at spise margarine. Nej, der skal mangel på almensans til for at spise smør, vor vigtigste udførselsartikel“ (side 11).

„Forsøg at pålægge dig savn; de vil være dig kære, når du forstår, hvad *nytte*, du derved gør landet. Hvad glæde har du egentlig af at spise dyr mad, når du med bedre samvittighed kan spise den billigere?

Og fremfor alt: Kom ikke og *forlang* gageforhøjelse eller løntillæg, fordi dyrtiden tvinger dig til indskrænkninger og savn; og indgå ikke på at *give* gageforhøjelse og løntillæg, fordi dyrtiden medfører indskrænkninger og savn. Det *skal* den jo netop gøre. Det mest logiske ville være under dyrtid snarere at sætte alle fortjenester og alle lønninger ned og ikke op, altså at give alle om det for knapt fyldte fad en mindre ske og ikke en større“ (side 12).

„Da standsningen ikke kan foretages enkeltvis og ske ved det individuelle, private initiativ, må standsningen ske gennem officiel prisregulering, regulering af fortjenester og lønninger“ (side 13).

„Og tro ikke på de falbudte kvaksalvermidler og på dem, der tror, at man kan rette på følgerne af Danmarks naturforhold ved „seddelpolitik“, „diskontofastsættelser“ eller „guldeksport“. De, der tror, at f. eks. nationalbanken skulle kunne helbrede sygdommen, ville være de samme, som, hvis havets vandstand sank, ville erklære det for en skandale, at havnevæsenet ikke i det mindste holdt ordentlig vandstand i Øresund. Lad os alle for en tid stræbe tilbage til den måske mindre behagelige, men alligevel måske lige så lykkelige tid, da vi med Poul Møller sang:

„Glad mit sorte danske brød, jeg bryder,
takker Gud, mens fra min læbe lyder:
„Danmark er et lidet, fattigt land“ (side 13)“.

De små midlers politik

Selv om nationalbankens direktion i den første efterkrigstid lagde helt afgørende vægt på genskabelse af produktion og levestandard, medens hensynet til pengeværdien hovedsagelig sporedes i dens indkomstpolitiske udtalelser og de forholdsvis betydningsløse diskontoforhøjelser i 1919 og 1920, søgte den dog på forskellig, beskeden vis at berede vejen tilbage til guldindløseligheden.

Den pirkede f. eks. til finansministeriet ved et par gange (i januar 1919 og november 1920) at spørge ministeren, om han fortsat havde hjemmel

til sine overtræk. Begge gange fik banken et svar,¹⁾ hvori ministeren (henholdsvis den radikale Edvard Brandes og venstremanden Niels Neergaard) lovede hurtigst muligt at nedbringe statens gæld til nationalbanken.

Endvidere forsøgte nationalbanken sig med en vis form for kreditrationering. Den 4. oktober 1919 udsendte direktionen et cirkulære til filialerne,²⁾ som opfordredes til varsomhed ved diskontering af veksler, og ved et møde med filialdirektørerne den 5. november 1919 blev cirkulærets indhold nærmere forklaret.³⁾ Den 18. november 1919 afsendtes en skrivelse til samtlige danske banker, hvori nationalbanken bad den danske bankverden om at udvise den yderste varsomhed ved direkte eller indirekte ydelse af nye kreditter til udlandet og om at gøre deres forretningsforbindelser opmærksomme derpå.⁴⁾

Interessant er også en lille sag om et tilskud til „Samfundshjælpen“ bevilget af nationalbankens repræsentantskab den 17. marts 1921 efter direktionens indstilling.⁵⁾ „Samfundshjælpen“ var et korps af frivillige, som i tilfælde af konflikt på arbejdsmarkedet skulle sikre videreførelsen af samfundsvigtige virksomheder. Under sømændenes og havnearbejdernes ulovlige strejker efter påskeforliget i 1920 havde „Samfundshjælpen“ på et vist tidspunkt 1.400 mand i arbejde på havnen og 75 skibe bemandedes af „samfundshjælpere“.⁶⁾ Bevillingen var på 25.000 kr., bestemt til dækning af underskud i forbindelse med virksomheden i 1920. Det var således ikke store penge, det drejede sig om, men da „Samfundshjælpen“ var store dele af arbejderklassen en torn i øjet, kunne det diskuteres, om en finansiel støtte til „Samfundshjælpen“ var forenelig med nationalbankens politiske og sociale neutralitet.

I direktionen var der ikke enighed.⁷⁾ Rubin mente ikke, at nationalbanken burde yde noget bidrag og skrev bl. a. i et notat af 12. januar 1921: „Støtte fra frivillige kræfter af overklassen med finansielt rygstød af samme klasse – og således er og bliver jo den ærlige, sande sammenhæng – kan være noget så berettiget og gavnligt, det være vil. Nationalbankens bidrag synes jeg, der bør tøves med, indtil hele samfundet i højere grad er gennemtrængt af sagens nytte og nødvendighed“.

Omvendt mente Ussing, der som formand for den faste voldgiftsret og med sin hele arbejdsretlige fortid havde en dyb modvilje imod ulovlige

¹⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2208 og nr. 2277.

²⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2242.

³⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 171.

⁴⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2245.

⁵⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2291.

⁶⁾ Se Heinrich Schlebaum Larsen: „Træk af de faglige storkonflikter i 1920 og 1925“, *Økonomi og Politik*, 1955, nr. 2–4, side 182.

⁷⁾ De sagen vedrørende dokumenter er arkiveret ved direktionens journal under nr. 114.

strejker, at „Samfundshjælpen“, der kun trådte til, når borgernes officielle repræsentanter i stats- eller kommunaladministrationen begærede det, burde støttes. I et notat af 13. januar 1921 skrev Ussing, at hvis man tog mere hensyn til stemningen i arbejderbefolkningen end til „samfundets officielle administrationsbeslutninger, synes det mig, at nationalbanken ville træde ud af sin neutralitet og slutte sig til en enkelt side i samfundet imod det hele samfund“. Ussing foreslog derfor, at nationalbanken ydede et tilskud på 50.000 kr., og han fik tilslutning af Stephensen og Jens Peter Dalsgaard, en venstrepolitiker og tidligere hypotekbankdirektør, som efter Lauridsens død i 1920 var blevet landbrugsyndig direktør i nationalbanken.¹⁾ Winther ville godt være med til at anbefale et bidrag, men fandt, at 50.000 kr. nok var lidt vel meget.

Den 14. januar 1921 skriver Rubin på Ussings notat: „Jeg kan ikke ændre min anskuelse, at nationalbanken efter sin stilling både i fortid, nutid og med hensyn til fremtid bør overlade denne private sag til privat assistance – som så mange andre sager, der kan have almen nytte, uden at der officielt trædes pekuniært til. Og nationalbanken er i ganske særlig grad en officiel institution. Jeg stemmer imod“.

Dette streges imidlertid ud, og den 2. februar 1919 skriver Rubin under det udstregede: „Hvis der kan undgås dissens i direktionen og en diskussion i repræsentantskabet, der måske af flere grunde er mindre ønskelig, vil jeg for så vidt følge Winther, at vi, som vist nok oprindeligt foreslået, sammen med de private hovedbanker dækker den gæld på 75.000 kr., som det siges, at „hjælpen“ kostede sidste forår. Thi denne hjælp virkede over for en ulovlig arbejdsstandsning, og det ved vi, hvad var, men til dannelsen af et fremtidigt „krigsfond“ uden skarpt afgrænset formål går jeg ikke med“.

Derved blev det.

Valutafællesrådet

Nok så bemærkelsesværdig som de små pirk til finansministeren, forsøgene på at rationere kreditten med særligt henblik på at begrænse kreditgivningen til udlandet og støtten til en institution som „Samfundshjælpen“ var dannelsen af valutafællesrådet i december 1919.

Forslaget om et valutafællesråd var i mangt og meget direktør i land-

¹⁾ J. P. Dalsgaard, som var født i 1853, var en nørrejydsk gårdejer, der havde skabt sig en karriere som kreditforeningsmand og venstrepolitiker. Ved udnævnelsen til nationalbankdirektør var Dalsgaard direktør for Kongeriget Danmarks Hypotekbank og medlem af landstinget. Dalsgaard døde dog allerede i 1923, og nåede ikke rigtigt at præge nationalbankens politik.

mandsbanken, Emil Glückstadts,¹⁾ men nationalbanken sluttede op bag det, og Rubin blev hurtigt den ledende i rådets arbejde.

Ideen bag fællesrådet var, at man gennem en frivillig regulering af importen skulle begrænse landets valutaforbrug og derigennem hæve kronens internationale værdi.

Rent teknisk skulle importreguleringen gennemføres ved, at et femmandsudvalg bestående af en repræsentant for hver af de fem hovedbanker (nationalbanken, privatbanken, landmandsbanken, handelsbanken samt diskonto- og revisionsbanken) daglig mødtes i nationalbanken, gennemgik de indkomne anmodninger til bankerne om køb af valuta og afgjorde, hvorvidt og i hvilket omfang disse anmodninger kunne imødekommes.

Retningslinierne for femmandsudvalgets arbejde skulle afstikkes af et fællesråd under forsæde af handelsministeren. I fællesrådet skulle der foruden de 5 hovedbanker være repræsentanter for:

Landbrugsrådet

De samvirkende danske husmandsforeninger

Industrirådet

Fællesrepræsentationen for dansk industri og håndværk

Grosserer-societetets komité

Provinshandelskammeret

Dansk dampskibsrederiforening

De samvirkende fagforbund

Den overordentlige kommission samt for handels-, finans-, indenrigs-, landbrugs- og udenrigsministerierne.

Fællesrådet holdt i starten møder en gang om ugen, senere med noget længere mellemrum.

På fællesrådets møder sporedes en stigende utilfredshed hos landbrugets repræsentanter, som følte, at importreguleringen trådte landbrugets interesser for nær.

Samtidig gav Rubin udtryk for betænkeligheder ved at fortsætte med en frivillig valutarationering. De personer og selskaber, som fik afslag fra femmandsudvalget, kunne jo blot søge deres valuta uden for bankerne, og flere og flere gjorde det. Dette betød, at pæne mennesker og selskaber ikke fik den valuta, som de mente at have brug for, medens mindre pæne kunne få, hvad de ville.

På fællesrådets møde den 19. februar 1920 kunne handelsminister Hage oplyse, at han fra femmandsudvalget havde modtaget en skrivelse, un-

¹⁾ Ifølge oplysninger påført et omslag om materiale fra valutafællesrådet. Omslaget ligger som bilag nr. 2251 til direktionsprotokollen. Materialet, hvorpå en del af fremstillingen her er baseret, er at finde ved direktionens journal under nr. 112.

dertegnet af Rubin, hvori man bad om lovbestemmelser, som skulle hindre omgåelse af valutafællesrådets beslutninger.¹⁾ Femmandsudvalget indstillede, at indførsel til landet skulle gøres betinget af, at fællesrådet havde givet tilladelse til betaling af varerne, samt at man ledsagede den lovbestemte importregulering med en vis priskontrol for at hindre, at de varepartier, som allerede var kommet inden for landets grænser, gik op i fantastiske priser. Nu ville Hage godt vide, om fællesrådet ville støtte en sådan anmodning.

Th. Madsen-Mygdal, den senere landbrugs- og statsminister, ville ikke give nogen tilslutning, før han havde drøftet sagen nærmere med landbrugsorganisationerne, men han lod ikke megen tvivl tilbage om, at han måtte melde fra. Det gjorde han også på valutafællesrådets møde den 26. februar 1920, hvor henstillingen til regeringen blev vedtaget med alle de øvrige tilstedeværendes stemmer imod Madsen-Mygdals.²⁾

Når Madsen-Mygdal og landbruget var så stærkt imod importreguleringen, skyldtes det for det første den liberale tradition. Man var ganske enkelt modstander af for mange statsindgreb i erhvervslivet og af den vækst i administrationsapparatet, som dette medførte. For det andet var man bange for, at landbruget gennem importreguleringen skulle få for små tilførsler af rå- og hjælpestoffer, landbrugsmaskiner o. s. v., hvilket af mange grunde ville være uheldigt. For det tredje, og det var vel nok det væsentlige, ønskede man ikke, at kronen skulle holdes oppe og prisen på fremmed valuta skulle holdes nede gennem indgreb i markedsmekanismen. Landbruget havde en nettoindtjening af fremmed valuta. En sænkning af kursen på fremmed valuta ville derfor betyde, at landbruget fik færre danske penge hjem over udenrigsomsætningen. Dette kunne man acceptere, hvis det skete under en almindelig genoprettelse af pengeværdien, hvor også andre erhverv måtte notere nedadgående priser og indtjening. Men man kunne ikke acceptere, at valutakurserne gik ned i kraft af importreguleringen, således at landbruget fik lavere priser og indkomster, medens hjemmemarkedserhvervene kunne opretholde priser og indkomster så nogenlunde, fordi importreguleringen skærmede dem imod konkurrence udefra. For landbruget måtte importreguleringen stort set tage sig ud som et forsøg fra andre samfundsgruppers side på at opretholde deres egne priser og indkomster ved at tvinge landbrugets ned, og det var for så vidt ganske naturligt, at landbruget måtte reagere herimod.

¹⁾ Femmandsudvalgets indstilling er optrykt som bilag B til forslag til midlertidig lov om vareindførsel, fremsat i folketinget den 5. marts 1920, *Rigsdagstidende* 1919-20, Tillæg A, sp. 5799-5800.

²⁾ Landbrugsrådets særudtalelse er optrykt som bilag D til forslag til midlertidig lov om vareindførsel, fremsat i folketinget den 5. marts 1920, *Rigsdagstidende* 1919-20, Tillæg A, sp. 5805-08.

Den 5. marts 1920 fremsattes i folketinget et forslag,¹⁾ hvorefter handelsministeren skulle bemyndiges til med tilslutning af et rigsdagsudvalg at fastsætte regler for, hvorvidt indførsel af varer her til landet og varers indklarerung skulle gøres betinget af forevisning af betalingstilladelse fra valutafællesrådet. Dette forslag, som var en svækkelse af valutafællesrådets indstilling, der krævede *al* indførsel underlagt importregulering, fik en temmelig bevæget 1. behandling.²⁾

Venstre gik imod forslaget ud fra samme synspunkter som Madsen-Mygdal. Socialdemokraterne var velvillige, men ønskede importreguleringen gennemført i en noget anden skikkelse, så storbankernes indflydelse svækkedes. Højres ordfører, Pitzner, havde som medlem af valutafællesrådet stemt for dettes indstilling. Nu havde han fået kolde fødder og gik imod det langt blidere lovforslag, hvilket fik handelsminister Hage til at undre sig over, at Pitzner „nok kan spise et helt æble, men mener, at en enkelt mundfuld er for stor en bid“.³⁾ I stedet ønskede Pitzner toldforhøjelser. Forslaget gik i udvalg, men nåede ikke videre, inden folketinget opløstes den 21. april 1920.

Efter påskekrisen dannedes venstre-ministeriet Niels Neergaard med Tyge Rothe som handelsminister og Madsen-Mygdal som landbrugsminister og vel nok regeringens stærke mand. Valget, som førte til den nye regering, er formentlig blevet modtaget med lettelse i nationalbankens direktion, hvor det toges som tegn på, at de samfundsbevarende kræfter nu var ved at vinde overtaget over de samfundsopløsende. Men den nye regerings stilling til valutaproblemet kom givet nationalbanken noget på tværs. Det var således ikke muligt at formå handelsminister Tyge Rothe til at genfremsætte Hages forslag om importregulering.

Valutafællesrådets flertal, anført af Rubin, mente under disse omstændigheder at måtte indstille virksomheden. Dette passede vist nok regeringen udmærket, men den brød sig tilsyneladende ikke om at tage det politiske ansvar herfor. Dette forklarer muligvis, at handelsminister Tyge Rothe tilbød at lægge *al* import af udprægede luksusvarer, men kun disse, ind under valutafællesrådets kontrol. Det fandt Rubin aldeles utilstrækkeligt, og på valutafællesrådets møde den 4. juni 1920 vedtog rådet enstemmigt at opløse sig selv. Forinden havde Rubin og Rothe gensidigt søgt at placere ansvaret hos hinanden. Den 9. juni 1920 udtalte Rothe til Berlingske Tidende: „Mit forslag blev afvist. Når rådet opløstes, bør man dog understrege, at det *ikke* skete efter regeringens ønske, endsige på vor foranledning. Jeg beklager, at rådet ikke gik med til en fortsat drøftelse“.

¹⁾ *Rigsdagstidende* 1919-20, Tillæg A, sp. 5793-96.

²⁾ *Folketingstidende* 1919-20, sp. 4185-4232, 4288-4311 og 4321-76.

³⁾ *Folketingstidende* 1919-20, sp. 4304.

Handelsministerens udtalelse har efter alt at dømme vakt vrede i nationalbanken. I arkivpakken med dokumenterne fra valutafællesrådet ligger en maskinskrevet skrivelse i gennemslag, dateret den 10. januar 1920 og formet som en imødegåelse af handelsministeren. I skrivelsen hedder det på de fem hovedbankers vegne:

„Fællesrådet havde atter og atter udtalt, at dets virksomhed – som hovedsagelig skete gennem det dagligt arbejdende „timandsråd“¹⁾ – ikke kunne fortsætte uden legislativ støtte. Dets forholdsregler blev i vidt omfang eluderede, og man var efterhånden udsat for snarere at arbejde til fordel for illegitim vareimport og valutahandel end til gunst for landets betalingsbalance og konservering af den for landet fornødne udenlandske valuta.

For at imødekomme de indvendinger, der i sin tid var rejst, foreslog rådet en omorganisation, der sikrede mod enhver vilkårlighed, og tillige udeladelse fra rådets skønnende, importen af de for produktionen, navnlig landbruget, nødvendige rå- og hjælpestoffer, hvilke man i øvrigt i virkeligheden ikke heller hidtil havde sysselsat sig med. Men i hvert fald måtte sagen afgøres snarest, da rådets stilling blev stedse mere uholdbar.

I det af handelsministeren omtalte møde meddelte han imidlertid, at sagen ikke foreløbig kunne afgøres, men at der måtte en videre drøftelse til, og at dernæst grundlaget for denne drøftelse måtte være, at valutarådet kun skulle give sig af med spørgsmål vedrørende udprægede luksusartikler.

I denne situation blev rådet således ikke alene i en ubestemt fremtid afskåret fra den legislative støtte, uden hvilken det ikke mente at kunne fortsætte, men praktisk talt desavoueredes det med hensyn til selve sit nuværende virksomhedsområde, så at også dets moralske grundlag borttoges.

Det blev derefter en ren formsag, om man skulle afstemme om det af direktør Jarl – den delegerede fra industrirådet – stillede forslag om rådets opløsning: det *kunne* ikke bestå mere. Den sidste taler på mødet var da også en af de landbrugsdelegerede, der i stærke ord udtalte sin glæde over den sejr, som de af ham og hans meningsfæller repræsenterede anskuelser havde vundet. Umiddelbart herefter fandt afstemning sted, og hr. Jarls forslag vedtoges enstemmigt.

Et valutaråd kan ikke *tvinge* valutakurserne: de kan forværres trods valutarådets forholdsregler, forbedres uden valutaråd; dette kan selvfølgelig kun yde et bidrag til regulering, hvis omstændighederne menes at kræve en sådan. Mener man derimod, det ikke er nødvendigt, eller at manglerne er større end fordelene, skal man naturligvis opheve institu-

¹⁾ Det oprindelige femmandsråd af bankrepræsentanter blev i foråret 1920 suppleret med 5 erhvervsrepræsentanter (E. O.).

tionen. Dette er sket nu. Det var, ifølge det foranstående, trods situationens alvor gjort umuligt at fortsætte, og man må da kun håbe, at den fulde frihed eller de forholdsregler, som regeringen senere måtte træffe, vil vise sig at føre ad den rette vej, efter at den hidtil fulgte er forladt.“

Der er næppe tvivl om, at skrivelsen udtrykker Rubins ærlige mening om sagen¹⁾. Men den er i Winthers håndskrift påført ordene „ikke afsendt“, hvorfor man må antage, at det ved nærmere eftertanke er blevet betragtet som uklogt at gå i åben debat med regeringen.

Valutakommissionen

Selv om den politiske og sociale uro var ved at lægge sig, og selv om regeringen havde slagtet valutafællesrådet, fandt nationalbanken ingen anledning til at sadle om og stramme pengepolitikken yderligere. Fra den 17. april 1920 havde diskontoen været 7 pct., og højere ville man ikke gå. Bl. a. fordi den internationale konjunktur tegnede usikker. Råvarepriserne var jo begyndt at vende. I nationalbanken håbede man fortsat gennem sin PR-virksomhed at kunne bidrage til, hvad man anså for en rimelig økonomisk politik.

Regeringen, som i den offentlige mening stod med ansvaret for valutafællesrådets nedlæggelse, kom i løbet af sommeren 1920 ud for en del kritik, fordi valutakurserne stadig steg, og kronens guldværdi dermed fortsat faldt, jfr. tabel 3.11.

Som en afværgemanøvre nedsatte handelsminister Rothe den 4. september 1920 en kommission, som skulle overveje årsagerne til den danske valutas stilling på verdensmarkedet og foreslå foranstaltninger til dens forbedring. Valutakommissionens betænkning forelå den 10. november 1920. Den fastslog i få ord, at hovedårsagen til den vanskelige valutasituation måtte søges i den meget ugunstige betalingsbalance, hvorfor forbruget burde begrænses. Derom var alle enige. Men når man kom til spørgsmålet om, hvorledes forbruget skulle begrænses, var meningerne ret delte. Man fik derfor en flertalsindstilling og en række mindretalsindstillinger i en temmelig uoverskuelig opsætning.

Stærkt forenklet kan man imidlertid udskille fire grupper. For det første et flertal, hvoriblandt Rubin og Stephensen. Dette flertal kan kort karakteriseres som kredsen omkring det afdøde valutafællesråd, og det foreslog indsats over et bredt felt spændende fra en ret lempelig importkontrol og skærpet rationering til afgiftsforhøjelser. Gruppe nr. to var et mindretal med tilknytning til industrien. Det så gerne toldforhøjelser. I gruppe nr. tre fandtes landbrugsrepræsentanter, der ikke kunne gå med til at lade

¹⁾ Desværre kan man ikke af skrivelsen se, hvem der har konciperet den.

Tabel 3.11 Kronens internationale værdi sidste halvår 1920

		Kronens internationale værdi beregnet som guld- paritetskursen i pct. af den aktuelle dollarkurs			Kronens internationale værdi beregnet som guld- paritetskursen i pct. af den aktuelle dollarkurs
		pct.			pct.
juli 1920	1.- 7. gnstl.	61	oktober 1920	1.- 7. gnstl.	52
	8.-15. -	62		8.-15. -	52
	16.-23. -	61		16.-23. -	52
	24.-31. -	59		24.-31. -	51
august 1920	1.- 7. -	57	november 1920	1.- 7. -	50
	8.-15. -	56		8.-15. -	49
	16.-23. -	55		16.-23. -	50
	24.-31. -	53		24.-30. -	50
september 1920	1.- 7. -	53	december 1920	1.- 7. -	52
	8.-15. -	52		8.-15. -	55
	16.-23. -	51		16.-23. -	56
	24.-30. -	52		24.-31. -	58

Beregninger på grundlag af kursangivelser i *Statistisk Årbog*.

importreguleringen omfatte andet end egentlige luksusvarer og bestemt vendte sig imod toldforhøjelser. I den fjerde gruppe fandtes handelens repræsentant og Axel Nielsen, som mente, at det eneste virkelig effektive middel var en stærk kreditindskrænkning.

Betænkningen blev offentliggjort i uddrag den 22. november 1920, samtidig med at regeringen udsendte en erklæring,¹⁾ hvori det hed, at nytten af de foranstaltninger, som valutakommissionens flertal havde fastslået, ikke opvejede ulemperne. Madsen-Mygdals linie havde sejret, og så skete der ikke mere.

Fortsat »produktionsbeskyttelse«

Når nationalbanken nu igen mødte så ringe forståelse hos regeringen, hvorfor tog den så ikke sagen i sin egen hånd og strammede kreditpolitikken. Ja, hvorfor sænkede den diskontoen, jfr. tabel 3.7, gennem 1921 fremfor at hæve den?

Hertil er for det første at sige, at usikkerheden omkring den internationale konjunktur blev til vished i 1921. Det gik stærkt nedad. Arbejdsløsheden steg foruroligende og lå selv i sommermånederne på 16-17 pct.,

¹⁾ Se dagbladet *Børsen*, den 23. november 1920.

jfr. iøvrigt tabel 3.1, side 64. En nationalbank, som ville beskytte produktionen, kunne derfor ikke tillade sig at sætte diskontoen op. For det andet faldt priserne kraftigt¹⁾, jfr. tabel 3.2, side 65, og kronens internationale værdi bedredes noget, jfr. tabel 3.3, side 66, bl. a. på grund af en forbedring af bytteforholdet i udenrigshandelen, jfr. tabel 3.5, side 68. Kronens indenlandske købekraft forbedredes næsten alt for kraftigt af sig selv, og også dens internationale værdi steg, uden at nationalbanken behøvede at gøre noget. Dertil kom for det tredje, at en nationalbank af hensyn til sin egen stilling på lidt længere sigt hverken står sig ved at foretage pludselige ændringer i sin økonomisk-politiske linie eller ved at foretage sig noget, der af offentligheden må opfattes som en stærk kritik af den siddende regering.

I 1922 var bytteforholdet stadig favorabelt, jfr. tabel 3.5, side 68. Forbedringen i kronens internationale værdi fortsatte i årets første halvdel, og selv efter et ret kraftigt fald i eftersommeren lå kronens internationale værdi højere ved udgangen af 1922 end ved udgangen af 1921, jfr. tabel 3.3, side 66. Prisniveauet viste tegn på stabilisering²⁾, men arbejdsløsheden var stadig høj, jfr. tabel 3.1, side 64. Under disse omstændigheder var der ingen grund til at gøre noget særligt for valutaen, hvortil kom, at nationalbankens direktion i dette år havde nok at gøre med banksammenbruddene og ikke mindst med situationen omkring landmandsbanken.

Skeen i den anden hånd

Som nævnt i tilknytning til tabel 3.6, gav støtten til de sammenbrudte eller truede banker anledning til en forøgelse af den primære indenlandske pengeforsyning i 1922, hvilket sammen med det faldende prisniveau bevirkede en stigning i realkassen og et fald i renteniveauet, der ledsaget af særlige foranstaltninger i forbindelse med boligbyggeriets finansiering var medvirkende til en vækst på ca. 14 pct. i den reale nettofaktorindkomst fra 1922 til 1923, jfr. tabel 3.1, side 64.

En så kraftig forøgelse af den indenlandske økonomiske aktivitet måtte slå ud på betalingsbalancen, jfr. tabel 3.5, side 68, og kronens guldværdi, som pr. 30. juni 1922 havde været 80 øre, faldt pr. 31. marts 1923 til 71 øre og tre måneder senere til 65 øre.

¹⁾ Finanstidendes engrosprisindeks, der havde nået maksimum (403) i november 1920, faldt fra 341 i januar 1921 til 257 i maj 1921. Derefter var der nogenlunde stabilitet i sommermånederne, men i september satte prislefaldet ind på ny, og ved årets udgang var indekset faldet til 188. Detailpristallet faldt fra 264 i januar 1921 til 237 i juli 1921 og 212 i januar 1922.

²⁾ Finanstidendes engrospristal faldt fra 188 i december 1921 til 178 i januar 1922 og svingede resten af året mellem 176 og 182. Detailpristallet faldt fra 212 i januar 1922 til 199 i juli 1922, men var uændret (198) i januar 1923.

Da det reale nationalprodukt nu var klart større end før krigen, da den sociale og politiske uro ikke længere var noget stort problem, og da livet iøvrigt på mange måder var normaliseret, tog nationalbanken skeen i den anden hånd for at få ført normaliseringsprocessen til ende, d. v. s. gjort noget effektivt for at stabilisere den danske valuta.

Fra den 1. maj 1923 hævedes diskontoen fra 5 til 6 pct. p. a., og i juli måned henvendte direktionen sig til statsminister Neergaard for at bede regeringen indkalde sagkyndige og interesserede mænd til en konference om årsagerne til kronens fald og midlerne til at standse det. Regeringen foretrak imidlertid, at det blev nationalbanken, som indkaldte til konferencen.

Så gjorde banken det.

Valutakonferencen

Der udsendtes invitationer til en kreds, som stort set svarer til den, der i dag mødes i det økonomiske råd, og den 16. august 1923 trådte konferencen sammen under ledelse af Ussing¹). Forhandlingerne varede til den 24. oktober 1923. Det stenografiske referat af møderne er offentliggjort sammen med konferencens vigtigste dokumenter²).

Parallellen til vore dages økonomiske råd viste sig både ved den trængsel, der var foran konferencens indgangsdør, og den diskussion, som opstod omkring konferencens kompetence.

Et meget stort antal personer og organisationer ønskede at være med, men Ussing var forholdsvis restriktiv³).

¹) Rubin døde i marts 1923. I hans sted indtrådte bankinspektør H. Green i direktionen. Green, som var født i 1875 og exam. jur., havde haft en meget omvekslende tilværelse. I sine yngre dage havde han været medarbejder ved „Greens danske fonds- og aktier“, som udgaves af en onkel. Han var en tid sagførerfuldmægtig og en periode vekselerer. Han var en flittig skribent, hvis arbejder publiceredes i såvel dagbladet *Børsen* som i selvstændige bøger og afhandlinger, bl. a. dobbeltbindet *Grundrids af dansk bankvæsen med en summarisk oversigt over bankkrisen 1907–08*, København 1908, *Bankkrisen*, København 1910, og *Krigen og kurserne*, København 1919. Fra 1920 til 1923 var han konservativt medlem af landstinget. I 1919 var Green blevet kgl. børskommissær og i 1922 sammen med Birck og Rump medlem af landmandsbankkommissionen. Efter Ussings afgang i 1925 blev den scenevante Green i stigende grad nationalbankens talsmand over for offentligheden. Men selv om han var en betydelig mand, var hans synspunkter temmelig traditionelle, og han nåede ikke op på højde med Rubin eller Ussing.

²) *Valutakonferencens forhandlinger*, august-oktober 1923, København 1923.

³) En enkelt udeladt organisation, nemlig funktionærforeningen, viste sig i stand til at mobilisere dele af pressen i sin fornærmelse, uden at det dog hjalp, se *Valutakonferencens forhandlinger*, side 23 og 73.

Vedrørende konferencens kompetence sagde den senere nationalbankdirektør, daværende direktør for arbejds- og fabrikstilsynet, Jakob Kristian Lindberg¹⁾, at „vi skal ikke sidde her og spille overrigsdag, skal ikke gøre staten opmærksom på, at den ikke må afholde uproduktive udgifter, ikke tage nye opgaver op o. s. v.“²⁾).

Dertil svarede Ussing, i lighed med hvad et medlem af det økonomiske råds formandskab kunne have sagt i dag, „at det ikke er meningen, at valutakonferencen skal sige, at staten ikke må gøre det eller det. Staten har mange formål at pleje, og staten må selv afveje, om den vil afholde de og de udgifter eller ikke. Men staten må ikke gøre det i blinde, og det, vi mener, er, at konferencen her skal til en vis grad yde vejledning med hensyn til, hvad der er valutaskadeligt, og hvad der er valutagavnligt. Hvis man siger til staten: det og det skader valutaen, siger man ikke dermed, at staten ikke må gøre det, der er tale om. Staten kan have mange andre grunde til at gøre det, til trods for at det er valutaskadeligt, men det er forkert, at rigsdagsmænd går hen og stemmer for en udgift, som er valutaskadelig, uden at de ved, at den er det“³⁾).

I de 15 møder, valutakonferencen holdt, kunne det naturligvis ikke undgås, at der blev redet kæpheste, og at ordvekslingen til tider blev ret skarp. Men stort set var konferencen præget af de tilstedeværendes ønske om at trænge ind i problemerne og om, at konferencen skulle nå et resultat. Og Ussings mødeledelse var fortræffelig.

Målet for valutapolitikken

Det viste sig meget hurtigt, at der blandt de indbudte var enighed om, at kronens fald måtte standses, og at guldindløseligheden på længere sigt måtte genoptages. Men der opstod uenighed om, på hvilket niveau guldindløseligheden burde genindføres.

Professor Birck, direktør Lindberg og børskommissær Schovelin gik ind for at stabilisere kronen ved en guldværdi på 75 øre, så det øjeblikkelige pris- og indkomstniveau kunne bevares. Skulle kronen føres i pari, måtte pris- og indkomstniveauet presses yderligere ned, hvad der ville kræve fald i beskæftigelsen og slå så meget i stykker, at det burde undgås.

Birck, Lindberg og Schovelin blev meget kraftigt afvist af Ussing, som indledte konferencens 2. møde med en redegørelse for nationalbankens syn på forslaget om en nedskæring af kronen⁴⁾. Imod dette forslag talte efter nationalbankens mening juridiske, moralske og praktiske grunde.

¹⁾ Se nedenfor side 102.

²⁾ *Valutakonferencens forhandlinger*, side 170.

³⁾ *Valutakonferencens forhandlinger*, side 172.

⁴⁾ *Valutakonferencens forhandlinger*, side 38-40.

Ussings juridiske argumentation blev dog hurtigt fejlet til side af Axel Nielsen, der henviste til to internationale konferencer: Brysselkonferencen i 1920, som fastslog, at udenlandske indehavere af banknoter m. v. ikke kunne gøre fordring på at blive stillet anderledes end indlændinge, og Genua-konferencen i 1922, hvor man talte om at stabilisere de forskellige landes penge, men ikke nødvendigvis ved den gamle paritet¹⁾.

Ussings moralske grunde til at gå imod kronenedskæring havde relation til såvel udland som indland. I forhold til udlandet måtte en kronenedskæring stemple Danmark „som et land, der – når det passer det – nedskærer sine forpligtelser“²⁾, og i forhold til indlandet fandt Ussing det umoralsk at lade debitorerne tjene på kreditorernes bekostning.

Disse synspunkter vandt udpræget tilslutning blandt konferencens deltagere. Professor Harald Westergaard, som ikke kan have kendt betegnelsen „u-land“, sagde: „Hvis vi nedskriver kronen, vil vi komme til at stå i klasse med nye lande, som endnu ikke er kommet rigtig i gang“³⁾. Han ønskede også, at man gjorde, hvad man kunne for at opretholde stumperne af den skandinaviske møntunion. Axel Nielsen mente, at vi ikke kunne være en kronenedskæring bekendt, og sagde, at „en nedskæring af kronen vil udadtil virke som at stryge flaget og vil kun vække pinlig opsigst“⁴⁾. Erhvervslivets folk sluttede også op om Ussing. Det gjaldt både repræsentanterne for de selvstændige og arbejderrepræsentanterne. Daværende lektor, senere finansminister og nationalbankdirektør C. V. Bramsnæs sluttede sig til pariføringen. Han mente, at „af og til i hvert fald har et erhvervsliv godt af at komme ind under det kolde styrtebad, som en tendens til et faldende prisniveau er“⁵⁾, og kunne ikke se, at arbejderne ville få væsentligt vanskeligere ved at opretholde eller hæve deres levestandard, fordi der kom nogen deflation. Bramsnæs ønskede dog pariføringen strakt over en årrække, men ikke så lang som de 20–30 år, landbrugsrepræsentanten, folketingsmand P. P. Pinstrup talte om.

De praktiske grunde, Ussing anførte imod kronenedskæring, var kort fortalt, at en kronenedskæring nok ville stabilisere kronen over for dollaren, men ikke i forhold til de øvrige udenlandske valutaer, herunder sterling. Hvis den engelske valuta, som var Danmarks vigtigste forretningsvaluta, efterhånden førtes i pari, ville en stabilisering af kronen ved en guldverdi på 75 øre føre til stigende sterlingkurser.

Resultatet af konferencens drøftelser blev, at man konstaterede en overvejende stemning for, at kronen på længere sigt skulle føres i pari. For at

1) *Valutakonferencens forhandlinger*, side 41.

2) *Valutakonferencens forhandlinger*, side 39.

3) *Valutakonferencens forhandlinger*, side 40.

4) *Valutakonferencens forhandlinger*, side 41.

5) *Valutakonferencens forhandlinger*, side 48.

få den størst mulige tilslutning til konferencens fællesudtalelse nøjedes man dog med at erklære det for formålstjenligt, at bestræbelserne rettedes imod at tilvejebringe en opgang i kronens værdi. Dette affandt Birck og Schovelin sig med, men Lindberg tiltrådte ikke fællesudtalelsen, og i særudtalelser understregede repræsentanter for landbrugsrådet (Pinstrup), andelsudvalget (Anders Nielsen) og de samvirkende danske landboforeninger (O. Himmelstrup), at der allerede nu måtte planlægges en jævn, men langsom stigning i kronekursen op imod pari for at undgå de ulykker, erhvervslivet ville komme ud for, hvis guldindløseligheden til pari pludselig gennemførtes på et tidspunkt, hvor kronen stod langt derunder.

Midlerne i valutapolitikken

Efter drøftelsen af målet for valutapolitikken kom debatten om midlerne til at stabilisere og om muligt hæve kronens guldværdi.

Med henblik herpå foreslog privatbankens direktør C. C. Clausen, som nød en betydelig personlig prestige, at der oprettedes en stabiliseringsfond, senere kaldet en kursegaliseringsfond, af fremmed valuta, tilvejebragt gennem et stort lån i udlandet¹⁾. Alene fondens tilstedeværelse ville virke beroligende på valutamarkedet, og når den gennem køb og salg af fremmed valuta sørgede for at udligne forbigående tilfældige udsving, ville man undgå, at rene tilfældigheder gav anledning til panikstemning. Det afgørende var naturligvis, at man søgte at stabilisere kronen omkring en guldværdi, som landets økonomiske politik gjorde det muligt at holde, og her måtte man ifølge Clausen passe på ikke at sætte målet for højt.

Fra nationalbankens side var man ikke alt for begejstret for tanken, idet man frygtede, at oprettelsen af en kursegaliseringsfond kunne blive det eneste, som kom ud af konferencen, og så var man lige vidt. Ussing sagde, at „vi mener, at det vil være sikrere at foretage forsøget, når vi først har en fast overbevisning om, at lovgivningsmagten og erhvervene virkelig selv vil gøre noget alvorligt for at holde kronekursen oppe, således at man kan være vis på, at sterlingen bestandig, i hvert fald fra hele landets erhvervslivs og det offentlige livs side så vidt muligt holdes nede“²⁾. Nationalbanken havde sammenkaldt valutakonferencen for at få gjort noget ved de grundlæggende årsager til valutamiseren, og de indkaldte skulle ikke have lov til at slippe med en debat om dag-til-dag-svingningerne i kurserne.

Efterhånden som drøftelserne af, hvad Ussing kaldte de kroniske årsager, skred frem og resultaterne var inden for rækkevidde, gik national-

¹⁾ *Valutakonferencens forhandlinger*, side 59–61 og 166–67.

²⁾ *Valutakonferencens forhandlinger*, side 167.

banken dog ind for forslaget om en kursegaliseringsfond. Under drøftelserne ledte man med lys og lygte efter argumenter for, at kursegaliseringsfonden ikke alene skulle kunne stabilisere kroneværdien, men også bidrage til at hæve den. Man fandt dog ikke andet, end at ethvert udenlandsk lån måtte øge udbuddet af fremmed valuta og dermed trykke kurserne, samt at bevidstheden om, at kronen nu ville blive stabiliseret, kunne standse nogen kapitalflugt og derigennem begrænse efterspørgslen efter fremmed valuta.

En vis del af konferencens tid gik med at drøfte, hvem der skulle betale gildet, hvis forsøget med kursegaliseringsfonden gik galt. Enden på det blev et forslag om, at staten og nationalbanken hver skulle deltage i kursegaliseringsfonden med to femtedele og de fire private hovedbanker med tilsammen en femtedel. Det blev endvidere foreslået, at en af nationalbankens direktører skulle være formand for fonden, og der blev tilrettelagt en stemmefordeling inden for den foreslåede bestyrelse, således at risiko og indflydelse fulgtes ad. Der skulle stort set stemmes efter „hoveder“.

Det som skulle hæve kroneværdien var efter Ussings mening en indsats over en meget bred front med anvendelse af et stort antal økonomisk-politiske midler. Dette fik han i det store og hele konferencens deltagere til at acceptere. Med undtagelse af Lindberg, der ikke ville være med til en pariføring, og Klaus Berntsen, der ikke fandt det rigtigt at en minister deltog i indstillingen, kunne valutakonferencens deltagere derfor den 24. oktober 1923 underskrive en fællesudtalelse med kun to særudtalelser.

Fællesudtalelsen

Fællesudtalelsen slog fast, at landets økonomiske tilstand nu måtte anses for at være lige så god som før krigen, hvorfor der i de kommende år måtte være mulighed for at nå til en værdiforbedring af kronen, uden at der derved fremkaldtes større samfundsmæssige vanskeligheder.

På denne baggrund slog fællesudtalelsen til lyd for en række ekstraordinære foranstaltninger, som kunne hindre en fortsat nedgang i kroneværdien og bidrage til en hævnning, uden at det iøvrigt præciseredes på hvilket niveau, man ønskede kronen stabiliseret.

Fællesudtalelsen slog imidlertid fast, at man for at nå det ønskede resultat måtte skabe et nøje samarbejde imellem staten, nationalbanken og de private banker.

Udgangspunktet for dette samarbejde kunne blive den ovenfor omtalte kursegaliseringsfond, hvori staten, nationalbanken og de fire private hovedbanker skulle deltage.

Indholdet af dette samarbejde måtte blive, at bankerne gennem deres udlånspolitik og staten gennem en række offentlige foranstaltninger søgte

at begrænse valutaforbruget til støtte for kursegaliseringsfondens virksomhed.

De ønskede offentlige foranstaltninger præciseredes som: 1) Besparelser på de offentlige budgetter. 2) Forøgelse af beskatningen. 3) Handelspolitiske foranstaltninger af midlertidig karakter (underforstået toldforhøjelser og importregulering), der kunne formindske importen af varer, som ikke er nødvendige for landets økonomi. 4) Opfordring til stat og kommuner – og til private – om at dække deres behov gennem danske varer, for så vidt disse ikke i væsentlig henseende står tilbage for de udenlandske i nytteværdi, kvalitet og pris. 5) Foranstaltninger imod, at private erhvervsorganisationer eller andre sammenslutninger kunstigt holder priseniveauet oppe.

Det er bemærkelsesværdigt, at der i en udtalelse af denne art ikke siges ret meget om lønningerne. Dette skyldes tilsyneladende, at man har lagt vægt på, at fællesudtalelsen fra denne kreds med talmæssig overvægt til arbejdsgiversiden ikke kom til at stå som vendt imod arbejderklassen, ligesom det sikkert har spillet en rolle, at arbejderens talsmand, J. A. Hansen, var en meget dygtig forhandler. Alt hvad fællesudtalelsen siger om dette punkt er blot: „En forbedring af handelsbalancen og derigennem af betalingsbalancen vil ved den herved fremkaldte nedgang i de fremmede valutakurser gennem indkøbsprisen på importerede varer medføre lavere priser i forbruget og dermed betingelser for dalende arbejdsindtægter og lønningsudgifter, hvad der igen giver bedre betingelser for dansk produktion“¹⁾. Muligvis indeholder udtalelsen om „andre sammenslutninger“, der kunstigt holder priseniveauet oppe, også et lille hip til fagforeningerne.

De to særudtalelser blev afgivet af landbrugsrepræsentanter, der for det første tog forbehold over for statens deltagelse i kursegaliseringsfonden og over for toldforhøjelser, importregulering og diskontoforhøjelse og for det andet krævede, at man allerede nu skulle anerkende en jævn, men langsom kronehævning som valutapolitikens mål.

De to særudtalelser kan dog ikke svække hovedindtrykket af, at det var lykkedes nationalbanken at få konferencen samlet om at anbefale den indkomstpolitiske linie, som Ussing i en årrække havde slået til lyd for.

Kursegaliseringsfonden

Den 14. november 1923 forelagde stats- og finansminister Niels Neergaard i folketinget forslag til lov om oprettelse af en kursegaliseringsfond²⁾. Forslaget fulgte med mindre ændringer valutakonferencens, og det

¹⁾ *Valutakonferences forhandlinger*, side 8.

²⁾ *Folketings Tidende* 1923–24, spalte 1394–1401.

gjordes klart, at de 5 mill. £, som fonden skulle udgøre, tænktes tilvejebragt ved en udenlandsk kredit, som nationalbanken og staten solidarisk skulle hæfte for med regres for en femtedels vedkommende over for de fire private hovedbanker.

Om de øvrige foranstaltninger, som valutakonferencen havde peget på, sagde Neergaard, at regeringen selvfølgelig var tilhænger af sparsommelighed, ligesom den også ville fremme anvendelsen af dansk arbejde. Importregulering og toldforhøjelser var regeringen derimod modstander af, men man ville eventuelt gå lidt videre, når det gjaldt beskattningen af luksusvarer, og man kunne også overveje indgreb imod prisaftaler m. v.

Under 1. behandlingen i tinget ankede navnlig socialdemokratiets ordfører, Borgbjerg, over, at regeringen tilsyneladende var helt passiv over for de øvrige foranstaltninger, valutakonferencen havde foreslået; men samtidig pressede han Neergaard til i salen at gentage, hvad han den foregående dag havde sagt på et partiformandsmøde, nemlig at regeringen ville betragte en øjeblikkelig diskontoforhøjelse som uheldig, samt at der ikke hos nationalbankens direktion var nogen tendens i retning af diskontoforhøjelse¹). Neergaards udlægning af nationalbankens hensigter grundede sig på det stenografiske referat af valutakonferencens møder og var efter alt at dømme en forkert tolkning af bankens standpunkt.

Lovforslaget vedtoges enstemmigt af begge ting og fik en så hurtig gang gennem rigsdagen, at loven om oprettelse af en kursegaliseringsfond kunne træde i kraft allerede den 16. november 1923.

Neergaards erklæring om, at man ikke ønskede en diskontoforhøjelse, måtte imidlertid sammen med regeringens ret passive holdning efterlade det indtryk hos offentligheden, at nu havde man skabt en kursegaliseringsfond, men så ville hverken staten eller nationalbanken gøre mere for at hæve kronen.

Derfor måtte det gå galt.

Den store fiasko

I tabel 3.12. bringes en oversigt over kursegaliseringsfondens nettotilgodehavende i danske kroner hos nationalbanken. Dette nettotilgodehavende viser, for hvor store beløb i danske kroner kursegaliseringsfonden havde solgt valuta. Ved siden af oplysningerne om dette beløb i kolonne 1 vises i kolonne 2 valutakursen på £ og i kolonne 3 kronens guldværdi beregnet på grundlag af dollarkursen.

Sterlingkursen, der den 9. november 1923 havde været helt oppe på 26,50 kr. pr. £, faldt under indtryk af kursegaliseringsfondens oprettelse til ca.

¹) *Folketingstidende* 1923-24, spalte 1456.

Tabel 3.12 Kursegaliseringsfondens nettosalg af valuta, sterlingkursen og kronens internationale værdi fra december 1923 til juli 1925

			Kursegaliserings- fondens nettosalg af valuta	Sterlingkurs	Kronens internatio- nale værdi beregnet som guldparitets- kursen i pct. af den aktuelle dollarkurs
			1	2	3
			mill. kr.	kr.	pct.
1923	Dec.	15.	26	24,50	66
	–	31.	49	24,45	66
1924	Jan.	15.	89	24,45	65
	–	31.	105	26,35	60
	Feb.	15.	108	27,10	59
	–	29.	109	27,15	59
	Marts	15.	108	27,70	58
	–	31.	100	26,60	60
	April	15.	99	26,20	62
	–	30.	94	26,00	63
	Maj	15.	90	25,75	63
	–	31.	101	25,58	63
	Juni	15.	96	25,56*)	63*)
	–	30.	114	27,00	60
	Juli	15.	112	27,16	60
	–	31.	113	27,26	60
	Aug.	15.	116	27,85	61
	–	31.	114	27,80*)	61*)
	Sept.	15.	109	26,35	63
	–	30.	105	25,55	65
	Okt.	15.	106	26,10	64
	–	31.	112	26,05	65
	Nov.	15.	107	26,32	65
	–	30.	110	26,38*)	65*)
	Dec.	15.	107	26,85	65
	–	31.	105	26,82	66
1925	Jan.	15.	96	26,86	66
	–	31.	104	26,86	66
	Febr.	15.	104	26,82*)	66*)
	–	28.	105	26,70	66
	Marts	15.	96	26,52*)	67*)
	–	31.	80	26,10	68
	April	15.	71	25,96	69
	–	30.	72	26,04	69
	Maj	15.	60	25,85	70
	–	31.	66	25,86*)	70*)
	Juni	15.	57	25,62	71
	–	30.	31	24,10	75
	Juli	15.	18	23,50	77
	–	31.	0	21,28	85

*) Kursen dagen før.

(1) Materiale i nationalbanken.

(2) og (3) Statistisk Arbog.

24,50 kr. pr. £, og på dette niveau søgte fonden at stabilisere kursen. Men da publikum som nævnt fik på fornemmelsen, at der ikke ville blive gjort noget yderligere for at støtte kronen, ventede man i almindelighed, at kursen på de 24,50 kr. pr. £ ikke kunne holde. Derfor gjaldt det om at sikre sig sterling, medens den endnu kunne fås til en forholdsvis billig pris, og så strømede pundene ud af kursegaliseringsskatten, som den 19. januar 1924 måtte opgive at holde kursen nede på de 24,50 kr. pr. £. Derefter steg sterlingkursen og nåede den 13. februar 1924 et foreløbigt maksimum på 27,50 kr. pr. £ og den 11. marts 1924 28,00 kr. pr. £.

Banken presser regeringen Neergaard

Denne udvikling kunne nationalbanken ikke se roligt på. Oprettelsen af kursegaliseringsskatten var sket under forudsætning af, at kronen på anden måde støttedes, og når regeringen var så svær at få i tale, måtte nationalbanken tage skrappe midler i brug.

Efter alt at dømme¹⁾ sendte kursegaliseringsskattens bestyrelse, hvis formand var Stephensen, i begyndelsen af januar 1924 statsgældsdirektør P. O. A. Andersen²⁾ til statsministeren med besked om, at nu måtte der gøres noget.

Neergaard førte tilsyneladende krigen over i fjendens lejr ved at udbede sig et forslag fra kursegaliseringsskatten. Den 14. januar 1924 gik skattens bestyrelse i gang med at udarbejde et sådant forslag, som afsendtes i en skrivelse af 16. januar 1924.

Der var dog ikke tale om, at fonden ville afvente regeringens overvejelser af det fremsendte, alt imedens valutaen strømede ud af kassen. Derfor bad kursegaliseringsskattens bestyrelse nationalbanken om at hæve diskontoen. Dette ønske var nationalbanken indstillet på at imødekomme, og den 16. januar 1924 mødte stats- og finansminister Neergaard efter anmodning til et direktionmøde i banken, hvor det blev betydet ham, at nationalbanken påtænkte en forhøjelse af diskontoen fra 6 til 7 pct.

Neergaard var imidlertid ikke stemt for nogen diskontoforhøjelse. Han henviste til erhvervslivets tarv og bad direktionen om endnu engang at overveje, om forhøjelsen ikke kunne undgås. Da Neergaard var gået, „drøftede direktionen på ny spørgsmålet, men kom til det resultat, at det

¹⁾ Bl. a. Winthers håndskrevne redegørelse for kronologien uden på omslaget til bilag nr. 2395 til nationalbankens direktionsprotokol.

²⁾ P. O. A. Andersen var medlem af kursegaliseringsskatten som repræsentant for staten. Statens anden repræsentant var professor Axel Nielsen. Nationalbanken var ved siden af Stephensen repræsenteret ved Green. De private banker repræsenteredes af C. C. Clausen (privatbanken), O. Nielsen (landmandsbanken), Nørgaard (handelsbanken) og Hassing Jørgensen (diskonto- og revisionsbanken).

under de givne forhold med rette ville kunne bebrejdes nationalbanken, hvis den ikke til støtte for valutaen havde forsøgt de banktekniske midler, der stod til dens rådighed. Direktionen besluttede derfor fra og med den 17. januar at forhøje diskontoen med 1 pct. til 7 pct.¹⁾

Der er næppe tvivl om, at diskontoforhøjelsen har generet Neergaard, som hentede de fleste af sine stemmer fra landbruget.

Regeringen snyder banken

Da kurserne efter den 19. januar 1924 som ovenfor nævnt steg meget kraftigt, må det have stået Neergaard klart, at han risikerede en yderligere diskontoforhøjelse og dermed betydelige politiske ubehageligheder, hvis han ikke foretog sig noget.

På mødet om diskontoforhøjelsen den 16. januar 1924 havde Neergaard foreslået, at man i stedet for diskontoforhøjelsen gennemførte en kreditindskrænkning, og han bad nationalbanken undersøge stemningen for en kreditrationering hos de private banker. Den 31. januar 1924 kunne nationalbanken meddele statsministeren, at stemningen absolut var negativ²⁾.

Dette svar lod Neergaard sig ikke nøje med. Efter en samtale med Green og Stephensen den 11. februar 1924 indkaldte han nationalbanken og de fire private hovedbanker til et møde den 18. februar 1924, hvor regeringen lagde pres på bankerne. De private banker gav sig imidlertid ikke, men nationalbanken måtte for skams skyld erklære sig solidarisk med regeringen og søgte at komme uden om kreditrationeringen ved at foreslå oprettelse af et valutaråd, jfr. nedenfor om valutacentralen.

Nu var det hverken valutaråd eller indkomstpolitik, som regeringen var specielt interesseret i, men derimod kreditrationering.

Så vidt man kan dømme, nåede nationalbanken og regeringen dog til enighed om, at regeringen skulle have sin kreditrationering, imod at nationalbanken fik sin indkomstpolitik til supplerende af de toldforhøjelser og den omsætningsafgift af motorkøretøjer, som var blevet gennemført ved love af 1. februar 1924³⁾. I direktionsprotokollen hedder det (side 222-23):

„Den 20.2.24 afholdtes på statsministerens opfordring et møde i finans-

¹⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 221.

²⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 223.

³⁾ Ved fremsættelsen af lovforslagene gjorde Neergaard det klart, at det ikke var fiskale hensyn, men hensyn til handelsbalancen der var afgørende. Ud over den begrænsning af luksusforbruget, som lovene tog sigte på, måtte det effektive middel til at forbedre valutasituationen søges i en planmæssig kreditindskrænkningspolitik, se *Folketings-tidende* 1923-24, sp. 3317. Lovforslagene blev da også behandlet som valutaforanstaltninger, hvad der gjorde det noget vanskeligt at efterkomme formandens henstilling om ikke i denne forbindelse at komme ind på en debat af valutapolitikken, se *Folketings-tidende* 1923-24, sp. 3334-3406.

ministeriet, hvor da var til stede foruden statsministeren, indenrigsminister Kragh, justitsminister Rytter, handelsminister J. Christensen og samtlige nationalbankdirektører. Statsministeren fremsatte for de mødende en plan om forskellige foranstaltninger til forbedring af den danske krone. Planen havde han tænkt sig sat i forbindelse med lovforslaget om forlængelse af nationalbankens fritagelse for indløsning af sine sedler. Som et led i valutaplanen foresloges udsendelse af et af nationalbanken udfærdiget cirkulære om kreditindskrænkninger. – Drøftelserne fortsattes ved møder med de 4 ministre den 23., 26. og 29. februar. Den 1. marts oversendtes til statsministeren nationalbankens udkast til et cirkulære om kreditindskrænkninger. Dette var fra nationalbankens side tænkt som led i den samlede valutaplan, men på justitsminister Rytters opfordring blev cirkulæret udsendt, straks efter at statsministeren havde forelagt sin valutaplan for et udvalg, der var nedsat til behandling af et forslag om opkrævning af told til guldvrærdi, og altså på et tidspunkt, hvor der ingen sikkerhed var for den øvrige valutaplans gennemførelse.

Nationalbanken måtte imidlertid føle sig forpligtet til at iværksætte de i cirkulæret udtrykte principper og udsendte cirkulæret til landets banker og sparekasser¹⁾.

Da valutaplanen, som bl. a. indeholdt forslag om en valutaydelse til staten, ikke rigtig blev til noget, kan man på jævnt dansk sige, at justitsministeren havde taget nationalbankens direktion grundigt ved næsen. Regeringen havde fået sin kreditrationering, uden at nationalbanken havde fået sin indkomspolitik.

Regeringen Stauning

Vælgerne var dog ikke særlig begejstrede for, at regeringen ikke gjorde mere, og ved valget den 11. april 1924 fældede de den. I stedet kom Danmarks første socialdemokratiske regering, mindretalsregeringen Th. Stauning.

Da Stauning trådte til, var valutasituationen ved at blive bedre. For det første, fordi pengepolitikken var blevet strammet. Diskontoen var som nævnt kommet op på 7 pct., og nationalbanken havde den 6. marts 1924 udsendt sit kreditbegrænsningscirkulære²⁾, hvori banker og sparekasser opfordredes til at „indskrænke deres kredit i det omfang, dette er foreneligt med en deflations-politik, der tager et rimeligt hensyn til det ønskelige i ikke at lægge større hindringer i vejen for det sunde erhvervsliv, end forholdene nødvendigt kræver“. Cirkulæret slog fast, at det navnlig

¹⁾ Kreditbegrænsningscirkulæret blev udsendt den 6. marts 1924.

²⁾ Optrykt i *Nationalbankens årsberetning 1923-24*, side 405.

drejede sig om at begrænse den kredit, som direkte eller indirekte førte til en forøgelse af befolkningens forbrug. Specielt måtte luksusforbruget svækkes, og kontant betaling burde gennemføres som den normale afviklingsmåde i detailhandelen. I overensstemmelse hermed burde grossisterens kredit til detaillister indskrænkes. Nationalbanken understregede, at den selv ville gøre de enkelte pengeinstitutters efterleven af cirkulæret bestemmende for, hvilke lån de kunne opnå i nationalbanken. Endelig opfordrede nationalbanken til tilbageholdenhed med kreditter til offentlige formål, og realkreditinstitutterne blev opfordret til navnlig at begrænse tillægslånene til ældre ejendomme.

Den anden grund til, at valutaisituationen forbedredes, var, at der ved lov af 29. marts 1924 var blevet oprettet en valutacentral. På dette punkt havde regeringen Neergaard fulgt nationalbankens opfordring og skabt en valutacentral bestående af tre vismænd (departementschef Johs. Dalhoff, handelsministeriet, grosserer Th. Colding og kontorchef Einar Cohn, det statistiske departement), som skulle følge udviklingen på valutamarkedet og i givet fald foreslå handelsministeren foranstaltninger, som kunne hæve kronens internationale værdi. Loven indeholdt en bemyndigelse til handelsministeren, hvorefter denne kunne pålægge oplysningspligt om de valutabeløb og andre fordringer på udlandet, som personer eller selskaber måtte ligge inde med. Valutahandelen centraliseredes¹⁾, og under visse omstændigheder kunne valutacentralen fordre valuta afgivet til kursegaliseringsfonden. Disse „pengetekniske“ foranstaltninger²⁾ bragte ifølge nationalbankens beretning så meget valuta frem, at det virkelig kunne mærkes på kurserne.

Det tredje forhold, som bevirkede en lysning på valutamarkedet, var, at landet nu havde fået en regering, hvis ledelse var fast besluttet på at gøre en indsats for at bringe kronen i pari. Derigennem påvirkedes markedets forventning om kursudviklingen i gunstig retning. Da en pariføring af kronen måtte føre til prisfald og tendens til nedadgående beskæftigelse, har mange undret sig over, at socialdemokratiet gjorde denne politik til sin. Det var nu ikke så mærkeligt.

Regeringen Stauning støttede sig på et socialdemokratisk-radikalt flertal i folketinget, men i landstinget havde venstre og de konservative flertallet, og disse to partier var i 1924 så afgjort for pariføringen. Selv om regerin-

¹⁾ Køb og salg af valuta måtte kun finde sted gennem kursegaliseringsfonden, nationalbanken, de fire hovedbanker samt de af valutacentralen autoriserede banker, bankiers og vekselerere.

²⁾ Ifølge Ussing kunne oprettelsen af valutacentralen „nemlig ikke anses som en egentlig statsindsats til kroneforbedringen, men nærmest som en bestemmelse af pengeteknisk natur“, *Nationalbanken 1914-1924*, København 1926, side 319.

gen havde ønsket at nedskære kronen, havde det ikke været politisk muligt i 1924.

Dertil kom, at Stauning håbede på og regnede med, at deflationen kunne gennemføres i et sindigt tempo. Under sådanne omstændigheder ville det ikke gå særlig ud over beskæftigelsen, og under et faldende prisniveau kunne fagforeningerne gennem deres lønpolitik klemme profitterne og øge arbejdernes andel af nationalproduktet. Allerede under valutakonferencens forhandlinger havde Bramsnæs, se side 89, som i mellemtiden var blevet Staunings finansminister, talt om, at det ville være sundt for erhvervslivet med et faldende prisniveau.

Endelig har det givet spillet en rolle, at Stauning lagde vægt på at vise befolkningen, at de socialdemokratiske ministre var pæne og ordentlige mennesker, som udmærket kunne omgås penge. Den socialdemokratiske mindretalsregering var et eksperiment, og skulle den blive til mere, måtte den demonstrere sine reelle hensigter.

Maksimalkurs på dollars

Regeringens medlemmer mente imidlertid også, at de måtte demonstrere, at de fortsat var gode socialdemokrater, selv om de var blevet ministre. Dette valgte de at gøre ved at fremsætte forslag om en ekstraordinær formueafgift til afbetaling på statsgælden samt forskellige ganske skrappe restriktioner til lettelse af valutasituationen.

Disse forslag var der ikke rigtig chance for at få igennem rigsdagen, og den overordentlige rigsdagssamling i maj-juni 1924 førte ikke til stort andet end lidt nye toldforhøjelser.

Hermed ændredes forventningerne til kursudviklingen igen. Nationalbanken og kursegaliseringsfonden, som fra den 10. maj 1924 havde søgt at holde sterlingkursen på 25,65 kr. pr. £, måtte sidst i juni 1924 konstatere, at beholdningerne var udtømt. Derpå steg kurserne panikagtigt til 26,00 kr. den 25. juni 1924, 27,00 kr. den 30. juni 1924 og 27,50 kr. dagen efter.

Under indtryk af denne udvikling bad stats- og erhvervsminister Stauning den 4. juli 1924 de politiske partier på rigsdagen, erhvervene, nationalbanken, kursegaliseringsfonden og valutacentralen om at lade sig repræsentere i et valutaråd, der under statsministerens forsæde skulle drøfte valutasituationen og foreslå midler til kronekursens forbedring. Valutarådet trådte sammen første gang den 17. juli 1924, og den 5. november 1924 forelå rådets betænkning¹⁾. Den fastslog, at en nedskæring af kronens

¹⁾ Optrykt som bilag til forslag til lov om valutaforanstaltninger, fremsat i folketinget den 17. november 1924, jfr. *Rigsdagstidende* 1924-25, tillæg A, spalte 2907-15.

værdi ville være skadelig, og at man burde sikre sig imod yderligere fald i kroneværdien ved at forpligte nationalbanken til at holde en vis højeste-kurs på dollars. For at nationalbanken kunne påtage sig denne forpligtelse og opfylde den, skulle finanspolitikken og pengepolitikken strammes, og i takt med virkningerne heraf skulle maksimumskursen på dollars kunne nedsættes.

På grundlag af valutarådets indstilling gennemførtes den 20. december 1924 en lov om valutaforanstaltninger, hvorefter staten og nationalbanken skulle indgå en overenskomst, som udstrakte suspensionen af guldindløseligheden indtil 31. december 1926, mod at nationalbanken opretholdt en maksimumskurs på dollars, som ikke overskred:

	Maksimal dollarkurs (kr. pr. \$)	Kronens tilsvarende guldvardi i øre
1. halvår 1925	5,74	65,0
2. halvår 1925	5,60	66,6
1. halvår 1926	5,46	68,3
2. halvår 1926	5,32	70,1

Som led i valutapolitikken skulle nationalbanken optage et statsgaranteret lån på 40 mill. \$, hvilket i kroner var omkring det dobbelte af det lån, kursegaliseringens fonden optog i 1923. Kreditpolitikken skulle understøttes af en stramning af finanspolitikken ved udskrivning af en ekstraordinær engangsskat (valutaydelsen), dels i form af en indkomstskat, som bemærkelsesværdigt nok ikke var fradragsberettiget ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, dels i form af forhøjede indirekte skatter.

Som yderligere led i valutapolitikken forlængedes loven om valutacentralen indtil udgangen af 1926, og finansministeren bemyndigedes til inden for et beløb på 50 mill. kr. at udstede skatkammerbeviser med en løbetid på 3 eller 6 måneder.

Meget kort fortalt betød valutaloven af 20. december 1924, at det på grundlag af en finanspolitisk stramning og et stort lån i udlandet blev pålagt nationalbanken at opretholde kronens guldvardi på 65 øre i første halvår 1925 og i de kommende halvår hæve den til henholdsvis 66²/₃, 68¹/₃ og godt 70 øre.

Kronens hastige stigning

At dette lykkedes til overmål, viser tabel 3.13.

Når kroneværdien steg så hurtigt og allerede i september nåede op på 90 guldøre, skyldtes det i det væsentlige fem forhold.

For det første den fortsat stramme kreditpolitik, hvor diskontoen hold-

Tabel 3.13 Månedsgennemsnit af dollarkursen og kronens guldværdi i øre 1925 og 1926

		Dollarkurs	Kronens guldværdi i øre*)
1925	jan. gnst.	5,63	66,3
	febr. -	5,63	66,3
	marts -	5,55	67,2
	april -	5,44	68,6
	maj -	5,33	70,0
	juni -	5,24	71,2
	juli -	4,72	79,0
	aug. -	4,30	86,7
	sept. -	4,09	91,2
	okt. -	4,08	91,4
	nov. -	4,03	92,6
	dec. -	4,03	92,6
1926	jan. gnst.	4,04	92,3
	febr. -	3,95	94,4
	marts -	3,84	97,1
	april -	3,83	97,4
	maj -	3,82	97,6
	juni -	3,78	98,7
	juli -	3,78	98,7
	aug. -	3,77	98,9
	sept. -	3,77	98,9
	okt. -	3,77	98,9
	nov. -	3,76	99,2
	dec. -	3,76	99,2

Nationalbankens årsberetninger og Statistisk Årbog.

*) Beregnet som guldparitetskursen i procent af den aktuelle dollarkurs.

tes fast på 7 pct., samtidig med at der gennemførtes en kreditbegrænsning.

For det andet den finanspolitiske stramning, som medførte, at statens nettostilling over for nationalbanken forbedredes med næsten 70 mill. kr. i 1925.

For det tredje arbejdskonflikten i foråret 1925. Denne meget omfattende arbejdskamp betød en væsentlig svækkelse af den økonomiske aktivitet på kort sigt, og dette måtte for en tid bedre betalingsbalancen.

For det fjerde spillede det efter alt at dømme en rolle, at bytteforholdet i udenrigshandelen forbedredes¹⁾.

For det femte medførte selve målsætningen om kronehævningen i for-

¹⁾ Jfr. tabel 3.5, side 68.

bindelse med den faktiske forbedring af handelsbalancen, at spekulatjonen satte ind. Man havde fået tillid til, at kronen ville stige, og så ønskede mange at købe kroner, medens de var billige, for at kunne sælge dem, når de blev dyre. De kroner, som spekulanterne købte, måtte betales med fremmed valuta. Derfor steg udbuddet af £ og \$, kurserne trykkes, og kronens guldverdi gik yderligere i vejret.

Nationalbanken holder igen

Den hastige stigning i kronens guldverdi skabte nogen bekymring i nationalbankens direktion, og ikke mindst hos Jakob Kr. Lindberg, som i 1924 var blevet kongevalgt direktør efter Winther. Regeringen Stauning havde placeret en fremtrædende partifælle i nationalbankens direktion, men i valutaspørgsmålet var Lindberg på ingen måde statsministerens meningsfælle. Det erindres, hvorledes Lindberg på valutakonferencen i 1923 havde nægtet at underskrive fællesudtalelsen, fordi han ikke kunne gå med til en kronehævning, som han frygtede ville skabe arbejdsløshed¹⁾.

Den 3. juli 1925 anbefalede Lindberg indtrængende sine kolleger at vedtage en diskontonesættelse for at modvirke den hastige stigning i kronens værdi²⁾, men Stephensen, Schrøder³⁾ og Rosenkrantz⁴⁾ ville ikke være med hertil. Green var ikke utilbøjelig til at gå med til en diskontonesættelse, men kun hvis der kunne opnås enighed i direktionen. Den 25. juli 1925 gik Rosenkrantz imidlertid over på Lindbergs parti og foreslog en diskontonesættelse. Næppe fordi industrirådet i en resolution⁵⁾ af 10.

¹⁾ Se ovenfor side 91. Om Lindberg, som var født i 1873 og uddannet som økonom, kan det iøvrigt siges, at han var udpræget marxist, meget forskellig fra sine kolleger i direktionen og plaget af et dårligt helbred i de år, han var nationalbankdirektør.

²⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 295.

³⁾ Frits Frederik C. G. Schrøder, som var født i 1866, var departementschef i justitsministeriet, da han i 1925 blev Ussings efterfølger i direktionen. F. Schrøder var en typisk kronjurist, som havde gjort en smuk ministeriel karriere og i april-maj 1920 været justitsminister i forretningsministeriet Friis. Fra 1910 til 1932 var han formand for Dansk Cyklistforbund, hvilket nok var det eneste, som kunne fortægne billedet af dette forfinede produkt af den røde bygning.

⁴⁾ Hans Carl Oluf Rosenkrantz, som var født i 1870, efterfulgte i 1923 Dalsgaard som landbrugskyndig direktør. Han var godsejer, havde en juridisk uddannelse og en kort tid var han i udenrigstjenesten. Han havde haft en række tillidshverv indenfor landboforeningerne og i sparekasseverdenen. I 1909 blev han medlem af nationalbankens repræsentantskab og i 1922 dets formand. „Som medlem af nationalbankens direktion“ hedder det i Dansk biografisk leksikon „lagde han megen bon sens for dagen og var desuden ved flere lejligheder en værdig og repræsentativ delegeret for banken i udlandet“. Denne vurdering falder sammen med det indtryk, man får ved at læse direktionsprotokollen samt Rosenkrantz koncepter og breve i bilagene dertil.

⁵⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2468.

juli 1925 havde bedt nationalbanken nedsætte diskontoen, men fordi en hastig kronestigning og en høj diskonto var i modstrid med landbrugets interesser. Den ydre anledning til Rosenkrantz' ændrede standpunkt var, at Sverige dagen før havde sænket diskontoen med $\frac{1}{2}$ pct. til 5 pct. p. a. Men Lindberg og Rosenkrantz kunne ikke skaffe flertal i direktionen. Stephensen og Schrøder stemte imod, og Green undlod at stemme.

De følgende måneders meget stærke stigning i kroneværdien, jfr. tabel 3.13, overbeviste imidlertid direktionens medlemmer om, at pengepolitikken måtte lempes. Rigsdagens valutaudvalg, som var nedsat i henhold til valutaloven af 20. december 1924, havde i juli krævet en udtalelse fra nationalbanken om, hvilken kurspolitik den agtede at følge. Banken svarede, at den ville søge at hindre store svingninger i valutakursen både i op- og nedadgående retning¹⁾. Efter at have modtaget denne erklæring udtalte valutaudvalget sig den 23. juli enstemmigt for en diskontonedsættelse. Fra den 25. august nedsattes diskontoen med 1 pct. til 6 pct. „for derigennem at gøre et forsøg på at hæmme kronens hurtige stigning“²⁾, og den 8. september 1925 nedsattes diskontoen yderligere til $5\frac{1}{2}$ pct. Regeringen billigede fuldt ud diskontonedsættelserne.

Kronen går i pari

I eftersommeren 1925 rejste rigsdagens valutaudvalg krav om, at den i valutaloven fastsatte maksimalkurs for dollar, der nu var helt uden aktualitet, skulle sænkes svarende til den kronehævning, der faktisk havde fundet sted. Under de talrige forhandlinger, der førtes mellem regeringen, rigsdagens valutaudvalg og nationalbanken, fremhævede nationalbanken, at en officiel fastsættelse af maksimalkursen for dollar svarende til de 90 pct. af guldpåpariteten, kronen nu havde nået, på grund af spekulationen antagelig ville føre til, at kronen meget hurtigt gik i pari. Lindberg og Axel Nielsen³⁾ fastholdt, at en sådan udvikling burde forhindres, medens direktionsflertallet efterhånden indtog det standpunkt, at man principielt var modstander af at fastsætte en ny maksimalkurs for dollar, men skulle det endelig være, var det meningsløst at fastsætte maksimalkursen højere end svarende til en kroneværdi omkring 90 pct. af guldpåpariteten. I overensstemmelse hermed afgav nationalbanken den 15. oktober 1925 en flertalsindstilling (Lindberg afgav særvotum) til erhvervsministeren. På regeringens anmodning blev denne indstilling imidlertid trukket tilbage alle-

¹⁾ Bilag nr. 2469a til direktionsprotokollen.

²⁾ Direktionsprotokol nr. 3, side 305.

³⁾ Axel Nielsen var i 1922 indtrådt i bankens repræsentantskab, udpeget af handelsministeren. Han var medlem af repræsentantskabets udvalg til behandling af spørgsmål i forbindelse med ændring af valutaloven.

rede dagen efter, at den var afgivet, og omarbejdet, således at spørgsmålet om, på hvilket niveau den nye maksimumkurs for dollar skulle fastsættes, stod åbent¹).

Men toget var kørt. Den 15. december 1925 ændredes valutaloven, så maximumskursen blev 4,20 kr. pr. \$, svarende til en guldverdi for kronen på 88³/₄ øre, og den 27. december 1926 genindførtes guldindløseligheden til pari.

De politiske følger af pariføringen

Den eneste virkelige modstand imod at føre kronen i pari var kommet fra det radikale venstre, som i december 1925 foranledigede en ekspertredegørelse ved professor, dr. polit. Axel Nielsen og professor, dr. jur. Henry Ussing for „de retslige, finansielle og økonomiske spørgsmål, der knytter sig til en indførelse af guldindløselighed for kronen ved en definitiv guldverdi lig den engelske shilling og for den form, hvorunder en beslutning herom vil være at tage“. Redegørelsen forelå den 11. januar 1926. I Axel Nielsens del af redegørelsen sagdes det forsigtigt, at selv en shillingkroner (på ca. 91 guldøre) ville være overvurderet, og uden at det direkte fremgik af teksten, stod der, at man ved pariføringen nok burde skynde sig lidt langsomt.

De politiske partier, med undtagelse af det radikale venstre, tog sig dog ikke særligt af redegørelsen, og kronens hastige pariføring betød på det nærmeste et brud imellem socialdemokratiet og det radikale venstre. Da regeringen Stauning under indtryk af kursudviklingen i efteråret 1926 fremlagde forslag om en omfattende støtte til erhvervslivet, kunne den ikke få fornøden radikal støtte. Så måtte regeringen gå. Et valg blev udskrevet og derefter kom en mindretalsregering udgået af partiet venstre under ledelse af Thomas Madsen-Mygdal.

Sammenfatning

Noget forenklet kan normaliseringsperioden opdeles i tre afsnit: Tiden fra krigens afslutning til valutakonferencen i 1923, tiden fra valutakonferencen i 1923 frem til efteråret 1925 og tiden fra efteråret 1925 til genindfølsen af guldindløseligheden.

I normaliseringsperiodens første fase sætter nationalbanken „produktionsbeskyttelsen“ i højsædet. Man har en klar fornemmelse af, at det for at dæmpe den sociale og politiske uro vil være nødvendigt at hæve leve-

¹) Nationalbankens erklæringer om valutaspørgsmålet i efteråret 1925 er bilagt direktionsprotokollen under nr. 2469b-e.

standarden til førkrigniveauet. Derfor ønsker man ikke at bruge en pengepolitik, som sinker genopbygningen og skaber arbejdsløshed. Hensynet til pengeværdien, den såkaldte „seddelbeskyttelse“, søges i stedet tilgodeset gennem en public relations virksomhed, der slår til lyd for en indkomstpolitik, d. v. s. den samtidige anvendelse af en lang række økonomisk-politiske midler, som skal gøre det muligt at opretholde både en høj beskæftigelse og en acceptabel valutasituation. Den indkomstpolitiske linie sejrer ved valutakonferencen, hvor Ussing opnåede overvejende tilslutning til forslag om en indsats over en meget bred front.

Valutakonferencen markerer iøvrigt overgangen til anden fase i normaliseringsarbejdet, idet den fastslår, at landets produktionsapparat nu er bragt op på førkrigsstandard, således at man kan skride til næste del af arbejdet og hæve kronens guldværdi. Et af de mange midler hertil skulle være en stramning af pengepolitikken. Fra begyndelsen af 1924 og frem til efteråret 1925 føres da også en virkelig stram pengepolitik. Dette bevirker – sammen med meget andet – en meget hastig stigning i kroneværdien.

I efteråret 1925 bliver kronehævningen så kraftig, at nationalbanken ændrer signaler. Man går nu ind i tredje fase af normaliseringsprocessen, hvor banken ved at lempe diskontopolitikken og gennem sin PR-virksomhed søger at hindre for hastig en pariføring. Med den store og stigende arbejdsløshed i 1925 og 1926 blev „produktionsbeskyttelsen“ atter et afgørende hensyn for nationalbankens pengepolitik.

Både samtiden og eftertiden har været hård i sin dom over nationalbankens politik i normaliseringsperioden. Navnlig Axel Nielsen fandt det forkasteligt, at banken ikke i højere grad anvendte diskontovåbnet. Dette krævede, sagde Axel Nielsen, moderne økonomisk teori, og denne opfattelse fastholdt han, selv om teoriens ophavsmænd var på tilbagetog¹⁾. Klar

¹⁾ I januar 1919 holdt Cassel et foredrag i den svenske nationaløkonomiske forening, hvori han bl. a. udtalte: „Den satsen kan teoretisk försvaras, att det är med diskontskruven, som man reglerar pänningvärdet, men denna teori tar endast hänsyn till det enskilda näringslivet. Vi måste dock betänka, att det är en möjlighet att hålla så högt diskont, att hela näringslivet avstannar i den mån, detta är beroende av kredit, och att till följd därav staten får inrätta nödhjälpsarbeten och inskrida med mera direkt arbetslöshetsunderstöd, varigenom det ändå går åt en massa kapital. Då är ingenting vunnit för förbättring av valutan, utan man har försämrat möjligheterna genom minskning av produktionen“. Denne udtalelse fremkaldte en modsigelse fra Wicksell, som tillige beklagede, at Cassel „börjat svikta i fråga om en sak, som han förut med mycken talang förfäktat, nämligen nödvändigheten att hålla et högt diskont.“ (Her citeret efter Einar Cohn, *Danske pengeforhold 1914–36*, København 1961, side 42). Men i 1925 indledte også Wicksell et mindre tilbagetog i en artikel om valutaspørgsmålet i de skandinaviske lande. (Se Knut Wicksell, Valutaspørgsmålet i de skandinaviske länderna, *Ekonomisk Tidskrift* 1925, side 205–22).

i sin udtryksform, nådesløs i debatten og stærk i sin appel til indgroede forestillinger, lykkedes det Axel Nielsen at overbevise de fleste om, at det var ham, der var rank, hvor nationalbanken var slap, og ham, der havde overblikket, medens nationalbankens ledelse stod uden kendskab til moderne penge- og kreditteori.

Mon ikke tiden er inde til at revidere denne opfattelse? Mon ikke Axel Nielsens succes kan forklares ved, at han repræsenterede den konventionelle visdom, der satte pengeværdiens bevarelse som det helt dominerende mål for den økonomiske politik? Og mon ikke Ussings fiasko i sidste ende skyldtes, at han var 40–50 år forud for sin tid?

4. Normale tider

Indledning

Det er en udbredt misforståelse, at tiden fra genindførelsen af guldindløseligheden i 1927 til sterlingkrisen i 1931 var en problemfri periode, som uden større skade kan springes over i en økonomisk-historisk redegørelse.

Ser man på de europæiske lande i denne periode, møder man to sæt problemer, der af samtiden betragtedes med alvor. I det ene finder man spørgsmål omkring den rent praktiske håndtering af guldfoedsmekanismen. I det andet finder man problemer skabt af den gulddparitet, man havde valgt.

Gulddbarrefoden

De to problemsæt hænger nøje sammen. Da England i 1925 genoptog guldindløseligheden og gjorde det til førkrigspariteten, var sterling så udpræget overvurderet. Det betød, at England måtte føle et pres på sine gulddreserver. Derfor gjaldt det om at økonomisere med guldet.

Under disse omstændigheder var det en luksus at have gulddmønter cirkulerende. Guldet måtte reserveres til dækning af seddelomløbet og udligning af over- og underskud i de internationale betalinger.

Med dette for øje indførte England i 1925 den såkaldte gulddbarrefod.

Under gulddmøntfod er centralbanken forpligtet til at indløse en enkelt seddel med gulddmønt, hvis det forlanges.

Under gulddbarrefod er centralbanken kun forpligtet til at udlevere guld i hele barrer. En gulddbarre vejede 400 engelske ounces og kostede 28.000 kr. ifølge møntloven af 23. maj 1873. Man skulle således have ret mange penge med hjemmefra, og når en barre repræsenterede så stor en værdi, kunne der ikke blive tale om at anvende guld i den daglige omsætning.

Der havde nu aldrig været meget guld i den danske omsætning. Før 1914 cirkulerede kun et beskedent antal gulddmønter, og selv om man i 1927 havde genindført den gamle gulddmøntfod, ville den daglige omsætning efter nationalbankdirektionens mening ikke have beslaglagt større mængder guld. Alligevel foreslog nationalbanken i en skrivelse af 6. december 1926¹⁾ til den kongelige bankkommissær, at guldindløseligheden genindførtes i form af en gulddbarrefod.

¹⁾ Optrykt som bilag til forslag til lov om indløseligheden af nationalbankens sedler, *Rigsdagstidende*, 1926-27, tillæg A, spalte 3129-3138.

Dette skyldtes for det første, at Sverige i 1924 var vendt tilbage til førkrigstidens guldmøntfod, hvorfor en dansk tilbagevenden ville rejse en række problemer omkring den skandinaviske møntunion. Disse problemer var man af mange grunde interesseret i at udskyde, og det gjorde man så nemt ved at vælge guldbarrefoden.

For det andet spillede det en rolle, at man ønskede et godt forhold til England, samt at England lagde vægt på, at også Danmark fik guldbarrefod.

Ønsket om et godt forhold til England må ses i forbindelse med det engelske markeds betydning for danske produkter og med Londons hele placering på det internationale penge- og kapitalmarked. Bank of England betragtedes af samtiden som den fornemste blandt verdens centralbanker, og for nationalbanken var det en helt naturlig ting at orientere sig i London, inden man traf valget imellem guldbarrefod og guldmøntfod. Efter nogen korrespondance rejste Rosenkrantz og Green i november 1926 til London. Her blev de modtaget af selveste guvernøren for Bank of England, Montagu Norman, og behandlet med udsøgt elskværdighed.

Montagu Norman understregede vigtigheden af, at så mange lande som muligt sluttede op om guldbarrefoden. Verdens guldbeholdninger var knappe, og han forudså stigende knaphed. I den kommende tid skulle en række lande træffe samme valg som Danmark. Selv om det ud fra rent danske synspunkter var ligegyldigt, om man valgte guldbarrefod eller guldmøntfod, var det ikke uden betydning i en international sammenhæng. Kunne Danmark ikke helt afskrive guldmøntfoden, ville Montagu Norman foreslå, at det blev overladt til nationalbankens frie valg, om den ville indløse sine sedler med mønt eller barrer.

Montagu Normans argumentation virkede overbevisende på Rosenkrantz og Green. Han har næppe heller skadet sin sag ved de ønsker, han fremsatte, om et snævrere samarbejde imellem de to centralbanker og ved at tilbyde nationalbanken noget så fint som en konto i Bank of England.

Dagen efter forhandlingerne modtog Rosenkrantz og Green et venligt brev¹⁾ fra Montagu Norman, der kort og klart sammenfattede de synspunkter, han gav udtryk for under samtalerne. Dette brev har tilsyneladende tjent som disposition for skrivelsen af 6. december 1926 til den kongelige bankkommissær, og den 20. december 1926 gik handelsminister Slebsager til folketinget med et forslag til lov om indløseligheden af nationalbankens sedler. Herefter skulle sedlerne fra 1. januar 1927 gøres indløselige til den gamle paritet, d. v. s. 2480 kr. pr. kg fint guld. Indtil udgangen af 1929 skulle handelsministeren dog kunne bestemme, at nationalbanken kun havde pligt til at omveksle sedler i portioner à 28.000 kr., samt at det efter

¹⁾ Dateret 10. november 1926 og bilagt direktionsprotokollen under nr. 2495.

bankens eget valg kunne ske i guldmønt, guldbarrer eller guld i anden form.

Rigsdagen var ikke glad for at vente endnu 3 år på guldmøntfod. Dels fordi man håbede at finde en løsning på de skandinaviske problemer inden alt for længe. Dels fordi der immervæk på sedlerne stod, at de indløstes med guldmønt. For at berolige rigsdagen lovede handelsministeren, at han kun for 1 år ad gangen ville give nationalbanken lov til omveksling med guldbarrer. Dermed stillede rigsdagen sig tilfreds.

Da Norge i maj 1928 vendte tilbage til førkrigstidens guldmøntfod, fandt mange det lidt flovt, at Danmark holdt fast ved guldbarrefoden. I 1929 skulle loven om indløseligheden af nationalbankens sedler fornyes, hvilket gav Green anledning til at opsøge Montagu Norman i London. Mødet finder sted den 11. oktober 1929, og i et personligt brev af 15. november 1929¹⁾ til Green, opsummerer Montagu Norman sine synspunkter. Han fremhæver, at det internationale guldproblem endnu står åbent, samt at man næppe kan danne sig noget klart billede af situationen, før man ved, hvad der kommer ud af etableringen af Bank for International Settlements i Basel, og før man har set betænkningen fra det folkeforbundsudvalg, som arbejder med guldspørgsmålet. Under disse omstændigheder må han tilråde en 5-årig forlængelse af den danske guldbarrefod.

Igen følger man Montagu Normans råd, og ved skrivelse af 31. oktober 1929²⁾ beder nationalbanken den kongelige bankkommissær om at udvirke en 5-årig forlængelse af loven. Så langt kan regeringen dog ikke følge banken. Den 5. december 1929 forelægges folketinget forslag om en 1-årig forlængelse.

De konservative forlanger under lovens første behandling, at sagen går i udvalg, så det kan belyses, hvorfor guldmøntfoden stadig skal udskydes. Under udvalgsbehandlingen lader de sig overbevise om nødvendigheden af at holde fast ved guldbarrefoden endnu et år. De forlanger imidlertid, at sedlernes tekst ændres, således at der i stedet for „veksles på anfordring med guldmønt“ kommer til at stå „nationalbankens sedler indløses med guld efter gældende lov“. Dette kan regeringen tiltræde. Efter denne indrømmelse opnås der enighed i folketingsudvalget, men under 2. behandling i salen falder handelsminister Hauge for fristelsen til at sige: „at hvis det ærede konservative folkeparti til næste år, hvis forholdene ligger ens, var villigt til at stemme for lovforslaget, dersom f. eks. plovmanden på nationalbankens sedler blev erstattet med det ærede medlem hr. Christmas Møllers kontrafej, skal der fra min side ikke være noget i vejen derfor“³⁾.

Da loven kommer op igen i 1930, forlænges den uden sværds slag. Folke-

¹⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2495.

²⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2495.

³⁾ *Folketingstidende*, 1929-30, sp. 3559.

forbundets kommission har afgivet en betænkning, som går ind for guld-barrefoden. Verdensmarkedspriserne er begyndt at falde, hvad mange tror skyldes mangel på guld, og problemerne omkring den skandinaviske møntunion er stadig uafklarede.

Det centrale i guldbarrefoden var, at den økonomiserede med guldet. I samme retning virkede de nye betalingssædvaner. I 1920 oprettedes postgiroen, og i 1927 var anvendelsen af checks blevet så omfattende, at nationalbanken og de tre hovedbanker indgik en overenskomst om check-clearing¹⁾. Nationalbanken stillede de fornødne lokaler til rådighed for clearingen og det aftaltes, at andre pengeinstitutter kunne optages i clearing-ordningen. Når omsætningen i stigende grad benyttede sig af postgiro og checks, mindskedes behovet for kontanter og dermed behovet for guld til dækning af seddelomløbet.

Dækningsreglerne

I modsat retning virkede genindførelsen af 1907-lovens seddeldækningsregler. Som foran beskrevet, side 35, blev 1907-lovens krav om 50 pct. gulddækning i marts 1915 reduceret til $33\frac{1}{3}$ pct. for tiden frem til 1. januar 1920. Ved lov af 30. august 1919 forlængedes lempelserne i dækningsreglerne med ubetydelige ændringer²⁾ indtil 31. juli 1925. Siden for-

¹⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2565.

²⁾ Reglerne for dækningen af den del af seddelmassen, som ikke dækkedes af metalfonden, ændredes således, at fordringer, der var sikrede ved pant i guld, ligestilledes med nettoanfordringstilgodehavender hos Norges Bank og Sveriges Riksbank, og særstillingen for tilgodehavender hos den tyske rigsbank ophævedes. Opstillet i den tidligere anvendte form kan 1919-lovens seddeldækningsregler udtrykkes således:

Egentligt metal (lovlig gangbar mønt, guldbarrer, fremmed guldmønt)	$33\frac{1}{3}$ pct.
Deraf guld i mønt og barrer	30 pct.
Deraf lovlig gangbar guldmønt	12,5 pct.
„Metalfond“	$33\frac{1}{3}$ pct.

Øvrige sikkerheder:

Minimum	$66\frac{2}{3}$ pct.
Maksimum $66\frac{2}{3} + 14\frac{2}{3}$ pct.	$81\frac{1}{3}$ pct.

Deraf:

- 1^o) I forholdet 100 : 100 fordringer, der er sikrede ved pant i guld, og tilgodehavender hos Norges Bank og Sveriges Riksbank efter lovens nærmere bestemmelser.
- 2^o) I forholdet 100 : 100 og maksimalt for 12 pct. af den udgivne seddelmængde, tilgodehavender på anfordring hos visse udenlandske korrespondenter efter lovens nærmere bestemmelser.
- 3^o) I forholdet 122 kr. aktiver for 100 kr. sedler, andre sikkerheder efter lovens nærmere bestemmelser.

I alt	{	Minimum	100 pct.
		Maksimum	$114\frac{2}{3}$ pct.

længedes de til udgangen af 1926, men så var det også slut. Da sedlerne atter blev indløselige, skulle 1907-loven respekteres.

Nu kunne det imidlertid diskuteres, hvad 1907-loven egentlig bestemte. Navnlig kunne det drøftes, hvad der lå i bestemmelsen om, at nationalbanken „til enhver tid“ skulle have en metalfond på 50 pct. af seddelomløbet, og hvor tungt man skulle tage regelen om, at tilgodehavenderne hos den tyske rigsbank måtte være „ikke rentebærende“, hvis de skulle regnes med til metalfonden. Nationalbankens traditionelle opfattelse var, at metalfonden kun behøvede at være 50 pct. ved månedsopgørelserne. Viste det sig ved en sådan opgørelse, at dækningsprocenten var under 50, skulle forholdet blot bringes i orden inden næste månedsopgørelse. Det var således muligt at overskride dækningsreglerne i indtil 2 måneder uden at svare afgift til staten.

Det var endvidere den traditionelle opfattelse i banken, at man kunne øge metalfonden ved lige før månedsopgørelserne at overføre midler fra rentebærende til ikke-rentebærende konti i den tyske rigsbank. Straks efter månedsopgørelserne kunne disse midler så føres tilbage til rentebærende konti.

Selv om man traditionelt havde fulgt denne praksis, var man ikke helt tryk ved den. Først meldte Green fra. I januar, marts og juli 1927 havde nationalbanken med nogen fordel solgt guld til Tyskland, men da det i begyndelsen af september 1928 foresloges at gennemføre et fjerde guldsalg, ville Green ikke være med. En af begrundelserne for hans afslag var, at der ikke kunne opnås nogen økonomisk fordel ved at ombytte guldet med et tilgodehavende hos den tyske rigsbank. I et memorandum¹⁾ om guldsalget skriver han: „Forudsætningen for, at et sådant indestående (hos den tyske rigsbank E.O.) skal kunne medregnes til metalfonden, er jo – ifølge oktrojen – at det er ikke-rentebærende, og jeg kan ikke slutte mig til den tanke, at man skulle kunne komme udover dette krav ved i en given situation for nogle dage at føre beløbet over på en ikke-rentebærende konto. Efter min opfattelse må man enten stadig have beløbet indestående som ikke-rentebærende, eller man er uberettiget til at medregne det til metalfonden“.

I et senere memorandum²⁾ skrev Green, at hans standpunkt ikke fik nogen tilslutning i direktionen. Guldsalget gennemførtes³⁾, det modtagne mark-beløb indsattes på rentebærende konto hos den tyske rigsbank, og derfra sendtes midler på gæsteoptræden på ikke-rentebærende konto omkring månedsskiftet. Under direktionens forhandlinger om overførslerne omkring ultimo november 1929 rejste Lindberg tvivl om berettigelsen af

¹⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2599.

²⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2664.

³⁾ Se bilagstabel XIV.

denne praksis. Schrøder, som var direktionens forligsmand, foreslog praksis ændret, så tilbageførsel til rentebærende konti hos den tyske rigsbank først kunne finde sted, når dækningsforholdet iøvrigt var bragt i orden. Det hed videre i Greens memorandum: „Direktør Schrøder påtog sig at affatte en protokoltilførsel om den vedtagne ændrede praksis og foreviste mig kort efter et udkast til en sådan, som jeg ganske kunne tiltræde. Nogen tid efter spurgte imidlertid direktør Schrøder mig, om *jeg* ville insistere på en protokoltilførsel vedrørende sagen, idet han fremhævede, at en sådan måske i nogen grad kunne antage karakteren af en desavouering af den traditionsmæssige opfattelse og derved få en lidt odios karakter. Da jeg ganske kunne tiltræde direktør Schrøders opfattelse, at dette ville være urimeligt, hvor talen var om et tvivlsomt fortolkningsspørgsmål, erklærede jeg mig fuldt tilfreds med den trufne vedtagelse og den i praksis stedfundne ændring.“

Lindberg var imidlertid ikke tilfreds med at få ændret praksis f. s. v. angik overførslerne af midler fra rentebærende til ikke-rentebærende konti hos den tyske rigsbank. Han ønskede tillige ordene „til enhver tid“ fortolket således, at nationalbanken daglig skulle opføre, hvor stor seddeldækningen var, og drage omsorg for, at den ikke blev mindre end 50 pct. Var dette sket, måtte der ufortøvet overføres midler til en ikke-rentebærende konto, hvis indestående kunne regnes med til metalfonden. Af et memorandum¹⁾, formentlig fra efteråret 1930, kan man se, at Lindberg ville fragte nationalbanken muligheden for at overskride dækningsreglerne i indtil 359 af årets 365 dage, uden at staten fik så meget som én øre i afgift af overskridelsen.

Stephensen, som var direktionens veteran, nærede intet ønske om yderligere ændring af praksis. For at imødegå Lindberg indhentede han en udtalelse fra Ussing. I et brev²⁾ af 25. oktober 1930 forsyner Ussing sin tidligere kollega med en række gode argumenter, fortrinsvis af juridisk karakter. Af brevet fremgår, at direktionen nødig så sagen omtalt, så ministrene fik kendskab til nationalbankens praksis. Dette kunne Ussing ikke forstå. Han påpegede, at det jo blot drejede sig om et fortolkningsspørgsmål, og anså det for udelukket, at man på slotsholmen skulle være uvidende om nationalbankens praksis. Rubin var, skrev Ussing, en nær ven af finansministeren. Han interesserede sig levende for oktrojproblemerne, og „den, der kendte Rubins person, vil vide, at de spørgsmål han syslede med, dem underholdt han i høj grad andre med“. To dage senere, d. v. s. den 27. oktober 1930, sendte Ussing endnu et brev til Stephensen. Denne gang for at fortælle, at Axel Nielsen på side 482 i sin „Bankpolitik II“

¹⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2664.

²⁾ Bilagt direktionsprotokollen under nr. 2664.

fortolkede oktrojen på samme måde som Ussing. Det må have været hårdt for Ussing at skulle citere Axel Nielsen, men han oplyste, at han havde lånt bogen i nationalbanken. Stephensen skulle åbenbart ikke tro, at han havde købt den frivilligt!

I direktionen sluttede Rosenkrantz op bag Stephensen, medens Green gik over til Lindberg. Så måtte Schrøder atter i funktion. Enden på det hele blev et protokollat¹⁾ af 23. januar 1931. Heri foreslog Lindberg, Green og Schrøder, at hovedbogholderen hver dag foretog en opgørelse af seddel-dækningen, hvorefter rette vedkommende drog omsorg for, at den ikke blev under 50 pct.

Rosenkrantz og Stephensen erklærede til protokollen, at de intet havde at indvende imod en sådan daglig opgørelse, og heller ikke imod, at man løbende sørgede for at holde dækningsprocenten på mindst 50, men de kunne ikke anerkende nationalbankens pligt til at følge denne praksis. Det fremgår af Ussings brev af 25. oktober 1930, at Stephensen tog dette standpunkt for at undgå strid om et problem, som ikke havde større praktisk betydning, da det rejstes. I efteråret 1930 manglede nationalbanken ikke guld.

Det korte af det lange er imidlertid, at dækningsreglerne blev strammet. Først fordi man vendte tilbage til 1907-lovens regler. Dernæst fordi man gav sig til at fortolke disse regler noget strengere.

Den skandinaviske møntunion

Et af periodens problemer var, hvorvidt og i hvilket omfang den skandinaviske møntunion skulle genskabes.

Da det skandinaviske samarbejde stod på sit højeste indebar møntunionen:

1) at de tre lande havde samme møntenhed, kronen à 100 øre, og samme gulddaritet, idet værdien af 1 kg fint guld i alle tre lande sattes til 2480 kr.

2) at der prægedes skandinavisk hovedmønt, altså guldmønt, som cirkulerede frit imellem landene.

3) at der prægedes skandinavisk skillemønt, som cirkulerede frit imellem landene.

4) at post, telegraf, jernbaner og andre offentlige institutioner modtog sedler fra de skandinaviske lande til pari.

5) at de tre seddelbanker modtog hinandens sedler til pari.

6) at de tre seddelbanker udstedte provisionsfrie anvisninger på hinanden.

Punkterne 1-4 betød meget for den folkelige fornemmelse af samhörig-

¹⁾ Direktionsprotokol nr. 4, side 108.

hed. Der var noget trygt ved, at en krone var en krone overalt i Skandinavien, og ved, at man kunne rejse imellem de tre lande uden at veksle penge.

Punkt 1 betød endvidere noget for den økonomiske politik. Under guld-møntfoden var det enkelte lands økonomisk politiske handlefrihed under alle omstændigheder begrænset, med mindre det var villigt til at ændre sin valutas guldparitet. Men når de tre skandinaviske lande var sluttet til en møntunion, begrænsedes deres økonomisk politiske handlefrihed yderligere.

Punkt 5 betød en indsnævring af det område, indenfor hvilket valutakurserne kunne bevæge sig.

Under guldfod bestemmes dette som bekendt af omkostningerne ved at sende guld fra det ene land til det andet. Under den her beskrevne ordning mellem de skandinaviske lande blev det omkostningerne ved at sende sedler, som kom til at spille en rolle, og det var billigere at sende sedler end at sende guld.

Punkt 6 betød, at spillerummet for valutakurserne praktisk taget forsvandt, samt at de skandinaviske centralbanker på det nærmeste havde korte blanco kreditter hos hinanden.

Da man i 1926 stod overfor en snarlig genoptagelse af guldindløseligheden, var det skandinaviske samarbejde ikke, hvad det havde været.

Sverige havde i 1924 genindført førkrigstidens guldmøntfod, men det stod uklart, om Norge ville vende tilbage til førkrigspariteten.

Den skandinaviske *hovedmønt* cirkulerede praktisk taget ikke i omsætningen, og i 1924 var aftalen om fælles *skillemønt* blevet ophævet.

Da guldindløseligheden ophævedes i 1914 og kurserne på de skandinaviske landes valutaer udviklede sig forskelligt, ophørte seddelbankerne at modtage hinandens *sedler* til pari. I 1905 – en uge efter opløsningen af unionen imellem Sverige og Norge – havde Sveriges Riksbank opsagt overenskomsten om *provisionsfrie anvisninger* imellem seddelbankerne.

Skulle man nu forsøge at reparere skaderne? Det diskuteredes bl. a. på det nordiske nationaløkonomiske møde i København i september 1926¹⁾. Axel Nielsen lagde for med en redegørelse for møntunionens historie og problematik. Han endte med at foreslå, at man i hvert fald genoptog den provisionsfri anvisning imellem seddelbankerne. Desuden så han gerne centralbankerne modtage hinandens seder til pari. En særlig konvention for hovedmønten fandt han uinteressant, og fælles skillemønt næppe tilrådelig.

Axel Nielsens skandinavisme vandt ringe tilslutning på mødet. Svenske-

¹⁾ „Pengevæsenets fremtidige ordning i de nordiske lande“, *Forhandlingerne ved det nordiske nationaløkonomiske møde i København den 6.-8. september 1926*, Langkjærs bogtrykkeri, København 1927, side 164-199.

ren, professor Eli F. Heckscher, var ikke blind for møntunionens folkepsykologiske virkninger, men ud fra økonomiske betragtninger fandt han den i bedste fald af beskeden værdi og muligvis skadelig. Efter Heckschers mening skabte guldfoden i sig selv tilstrækkelig stabilitet i valutakurserne. Det væsentlige var, at prisen på fremmed valuta alene kunne variere imellem guldpunkterne, og den indsnævring af spillerummet, som skabtes gennem de provisionsfrie anvisninger imellem seddelbankerne var uden praktisk betydning for erhvervslivet. Heckscher anførte endvidere, at der verden over var planer om et mere elastisk pengesystem end det, der byggede på guldfoden. Hvis disse planer nød fremme, kunne man tænke sig, at nogle af de skandinaviske lande, men ikke alle, ønskede at gå over til det nye og bedre pengesystem. I så fald ville en skandinavisk møntunion blive en klods om benene.

Fra norsk side mødte Axel Nielsens tanker megen sympati hos direktør Gunnar Jahn, som i et kort indlæg understregede det folkepsykologiske, og hos professor Oskar Jæger, der fandt det praktisk med de provisionsfrie anvisninger. De kunne overflødiggøre megen guldtransport mellem landene. Derimod kom der et kraftigt angreb på det skandinaviske samarbejde fra docent Wilhelm Keilhau. Efter hans mening medførte den skandinaviske møntunion en utålelig dansk og svensk indblanding i norske forhold. Om den svenske indblanding sagde Keilhau bl. a.: „Det har hendt at enkelte av dem ukaldet har gitt gode råd. Jeg tror eksempelvis at det hadde været meget lettere for os å ordne vort pengevesen i Norge, hvis vi ikke hadde fått så mange utmerkede råd fra professor Cassel“¹⁾. Med adresse til danskerne refererede Keilhau en udtalelse af en nationalbankdirektør, som i midten af juli 1925 havde sagt, at Danmark stod forrest i rækken af lande, som skulle vende tilbage til den gamle guldparitet. Som følge af det skandinaviske samarbejde gav denne udtalelse omverdenen indtryk af, at også den norske krone hurtigt ville komme i pari. Herved startedes en spekulation, som blev til stor skade for Norges økonomi. Derfor var Keilhau helst fri for et organiseret samarbejde imellem de skandinaviske centralbanker.

Selvom Keilhau ikke talte for det officielle Norge, var der ingen tvivl om, at han havde mange meningsfæller i sit hjemland. Derfor var Danmarks Nationalbank og Sveriges Riksbank bange for at sammenkalde den skandinaviske møntkonference, som Axel Nielsen og Heckscher havde anbefalet på mødet. Man frygtede ganske enkelt, at nordmændene ville benytte lejligheden til at slå den skandinaviske møntunion helt i stykker²⁾. Et af midlerne til at undgå forhandlinger om møntunionen var, som tid-

¹⁾ „Pengevæsenets fremtidige ordning i de nordiske lande“, *anf. skr.*, side 192.

²⁾ Jfr. breve imellem Sveriges Riksbank og Danmarks Nationalbank i september 1926, bilagt direktionsprotokollen under nr. 2522.

ligere nævnt, at lade Danmark gå over til guldbarrefoden, når indløseligheden genindførtes pr. 1. januar 1927.

Selv om møntunionen for en tid lagdes på hylden, var der et folkeligt krav om at få den genskabt. Dette krav blev ikke mindre, da Norge i 1928 genindførte guldmøntfoden til den gamle paritet. Den 7.-8. december 1928 diskuteredes problemet på et nordisk centralbankmøde i Stockholm. Herfra udsendtes en pressemeddelelse, hvori det hed, at de tre banker var enige om hurtigst muligt at genskabe møntunionen i dens fulde omfang, men at der forinden måtte ske en afklaring af spørgsmålet om guldmøntfod eller guldbarrefod. Det oplystes endvidere, at der var nedsat et arbejdsudvalg, bestående af et direktionsmedlem fra hvert land, som skulle undersøge mulighederne for at lette overførslerne imellem centralbankerne¹).

Der skete dog ikke meget i arbejdsudvalget. Udadtil henvistes til den almindelige usikkerhed omkring det internationale betalingssystem samt til sygdom hos medlemmerne. Men det var nok samarbejdsviljen, som manglede.

På det skandinaviske seddelbankmøde i København den 21. og 22. februar 1931 blev sagen taget op igen. Her var svenskerne tydeligt uvillige, medens nordmændene nu ønskede, at der skulle ske noget. Dette førte til, at Danmarks Nationalbank og Norges Bank fortsatte drøftelserne alene. Resultatet blev en prøveordning²) fra april 1931, hvorefter de to lande skulle søge at holde samme sterlingkurs. Med ubetydelige forbehold skulle nationalbanken indløse norske sedler og skillemønt til pari. Med noget større, men ikke afgørende, forbehold skulle Norges Bank modtage danske sedler og skillemønt til pari. Sælgerkursen for anvisninger på henholdsvis Danmark og Norge skulle være 100,05 og køberkursen 99,95. Endvidere skulle der drages omsorg for, at danske og norske sedler og skillemønt blev modtaget til pari ved de offentlige kasser. Af hensyn til rejselivet skulle det navnlig ske indenfor post-, telegraf-, telefon, told-, jernbane- og sporvejsvæsen.

Det var alt, hvad man nåede, inden guldfoden atter blev historie.

Sammenfatning

Før den første verdenskrig havde Danmark en guldmøntfod. Den beskyttedes af 1907-lovens dækningsregler og var led i en skandinavisk møntunion.

I 1927 fik Danmark guldbarrefod. Dermed udskød man problemerne omkring den skandinaviske møntunion og skaffede sig et godt forhold til Bank of England.

¹) Mødereferat bilagt direktionsprotokollen under nr. 2606.

²) Dokumenterne vedrørende aftalen, som omtales i direktionsprotokol nr. 4, side 112, er bilagt direktionsprotokollen under nr. 2669.

Samtidig genindførtes 1907-lovens seddeldækningsregler. Siden blev de strammet i kraft af en strengere fortolkning. Første gang, fordi Green ikke kunne lide vinduespynt. Anden gang fordi Lindberg ikke kunne lide, at nationalbanken tjente for mange penge.

Den skandinaviske møntunion blev dog ikke kaldt til live. Først var nordmændene uvillige. Så ville svenskerne ikke. Og danskerne befandt sig alt for godt i selskab med englænderne.

Det endte dog med, at danskere og nordmænd fandt hinanden. De enedes om en prøveordning, få måneder før guldfoden igen brød sammen.

I sommeren 1931 tog den københavnske sporvognskonduktør imod norske penge.

En overvurderet valuta

De europæiske lande, som genindførte guldindløseligheden, kan stort set deles i tre grupper. I den ene finder man lande, der valgte en guldparitet, som ikke gav dem problemer. I den anden gruppe finder man lande, der som Frankrig valgte en guldparitet, som undervurderede pengenes købekraft. Disse lande med en undervurderet valuta fik et inflationsproblem.

I den tredje gruppe finder man lande, der som England valgte en guldparitet, som overvurderede pengenes købekraft. Det drejede sig hyppigt om lande, der vendte tilbage til førkrigstidens guldparitet på et tidspunkt, hvor pris- og indkomstniveauet endnu ikke var kommet tilstrækkelig langt ned. Disse lande med en overvurderet valuta fik et betalingsbalanceproblem. Det tvang dem som regel til at føre en stram økonomisk politik, der svækkede beskæftigelsen og dermed væksten.

Da Danmark pr. 1. januar 1927 genindførte guldindløseligheden, var kronen efter alt at dømme overvurderet. Tabel 4.1 viser en række engrospristal. Da kronen førtes i pari i 1926, var de udvalgte danske indekstal højere end det udvalgte engelske. I forhold til førkrigstiden var engrospriserne tilsyneladende steget mere i Danmark end i England. Det er naturligvis begrænset, hvad der kan lægges i sådanne tal. Men da vi ved, at det engelske pund på dette tidspunkt var overvurderet¹⁾, ligger det nær at slutte, at kronen også var det.

Til støtte for denne opfattelse kan tillige anføres den måde, hvorpå kronen førtes i pari. Det var blevet pålagt nationalbanken at hæve kronens internationale værdi, og der var truffet en række økonomisk-politiske foranstaltninger, som måtte give udlandet indtryk af, at målet ville blive nået. Under disse omstændigheder så personer og institutioner, der lå med frem-

¹⁾ En let tilgængelig fremstilling af det engelske punds stilling gives i W. Arthur Lewis, *Economic Survey 1919-1939*, London 1950, side 41-45 og 74-89.

Tabel 4.1 Danske, svenske, engelske og amerikanske engros-pristal 1924-1931

	Danmark			Sverige	England	USA
	Finans- tidendes engros- pristal	Det stat. dep. s engros- pristal	Heraf hjemme- markeds varer			
Førkrignsniveau = 100						
1924 gnstl.	228	.	.	162	166	148
1925 -	200	210	217	161	159	157
1926 -	145	163	168	149	148	151
1927 -	142	153	166	146	142	143
1928 -	.	153	163	148	140	146
1929 -	.	150	152	140	137	143
1930 -	.	130	135	122	120	130
1931 -	.	114	121	111	104	110

Statistisk Årbog (Indekstillene kan variere lidt i de forskellige årgange af årbogen, her er anvendt 1927 og 1932).

Tabel 4.2 Skøn over betalingsbalancen 1924-31

Ultimo	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
<i>Løbende poster</i>								
Underskud på handels- og fragtbalancen	15	- 60	15	15	- 15	- 99	- 38	-
Underskud på øvrige løbende poster	45	45	45	40	95	45	45	65
Tilsammen....	60	- 15	60	55	80	- 54	7	65
<i>Kapitalposter</i>								
Nettostigning i forretnings- mæssig gæld	- 60	- 23	10	-120	-155	- 15	15	50
Nettosalg af værdi- papirer	20	65	5	-	5	- 10	- 15	- 15
Nettosalg af guld og udførsel af mønt	-	10	7	30	10	-	-	25
Kursegaliseringsfonden ...	55	-110	.	.	.	.	.	.
Optagelse af offentlige langfristede lån	-	45	35	150	220	-	-	-
Tilsammen....	15	- 13	57	60	70	- 25	0	60
Fejl og udeladelser	45	- 2	3	- 5	10	- 29	7	5

Statistiske Efterretninger.

Tallene i denne tabel må læses med ekstra forbehold. Dels fordi der skønsmæssigt er foretaget en opspaltning af en række af de skøn, som bringes i *Statistiske Efterretninger*. Dels fordi billedet fortegnes af valutakursændringer.

med valuta, en fordel i at veksle til danske kroner. Så kunne de senerehen veksle tilbage og indkassere en kursgevinst. Disse spekulative kapitalbevægelser øgede på kort sigt udbuddet af fremmed valuta i Danmark. Her ved sank valutakurserne, og kronens internationale værdi steg, uden at der var sket ret meget med det danske pris- og omkostningsniveau.

Var det nu store beløb, som tilførtes Danmark i spekulationsøjemed? Det var det næppe. Tabel 4.2 viser et skøn over betalingsbalanceudviklingen i perioden 1924-1931, og tabel 4.3 fortæller om de forretningsmæssige mellemværender med udlandet i den samme periode. En del af spekulationsmidlerne har formentlig været så kort tid i landet, at de slet ikke registreres i årsopgørelserne¹⁾ i tabellerne 4.2 og 4.3. Alligevel kan man nok sige, at det ikke drejer sig om svimlende beløb. Formentlig ikke over 200 mill. kr.²⁾ Men når både køber og sælger af fremmed valuta tror på en hastig kronestigning, vil selv en beskedent tilførsel af spekulationsmidler få mærkbare virkninger på valutakurserne.

Den økonomiske vækst

I de fleste lande med en overvurderet valuta ser man i denne periode, hvorledes konkurrencen udefra skaber både arbejdsløshed og underskud på betalingsbalancen. Man ser, hvorledes betalingsbalanceproblemerne fører til en stramning af den økonomiske politik. Priser og lønninger skal nedad for at redde beskæftigelse og valutastilling på længere sigt. Men på kortere sigt betyder det, at arbejdsløsheden forøges, samt at den økonomiske vækst bliver forholdsvis beskedent.

Danmark fulgte i store træk det internationale mønster, men tilpasningsprocessen gik forholdsvis stærkt, og den økonomiske vækst blev slet ikke så ringe.

¹⁾ Se Einar Cohn, *Danske pengeforhold 1914-1936*, København 1961, side 74-75.

²⁾ I en redegørelse af 10. september 1925 (offentliggjort som bilag til forslag om ændring i lov om valutaforanstaltninger, *Rigsdagstidende* 1925-26, tillæg A, sp. 3275-80) opstiller valutacentralen følgende skøn over betalingsbalancen i årets første 8 måneder: Der er nærmest ligevægt på de løbende poster. På kapitalposterne er der en stigning i nationalbankens og kursegaliseringssondens valutabeholdninger på 260 mill. kr. regnet efter anskaffelseskurs, medens de øvrige valutabeholdninger (private bankers og virksomheders) er uændrede. Af stigningen på 260 mill. kr. hidrører 85 mill. kr. fra optagelse af langfristede lån (herunder salg af værdipapirer på 20 mill. kr.). Tilbage bliver „175 eller måske højst 200 mill. kr., som man må være forberedt på, at udlandet igen trækker hjem“. Heraf skønnes 100 mill. kr. at være egentlig spekulationskapital, 35 mill. kr. midlertidigt hjemtræk af danske virksomheders kapital i udlandet og de resterende 50 mill. kr. endnu ikke betalt import.

I *Statistiske Efterretninger* 1926, side 5-6, og 1927, side 5, anslås den egentlige udenlandske spekulationskapital til at have udgjort ca. 100 mill. kr., og Danmarks samfundsøkonomiske tab ved udlandets spekulation til ca. 20 mill. kr.

Tabel 4.3 Skøn over de forretningsmæssige tilgodehavender hos og den forretningsmæssige gæld til udlandet 1924-31

Ultimo	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
<i>Banker</i>								
Tilgodehavender	164	178	114	178	262	250	240	106
Gæld	406	331	251	188	145	126	142	107
Nettotilgodehavender	-242	-153	-137	- 10	117	124	98	- 1
<i>Virksomheder</i>								
Tilgodehavender	470	300	250	266	292	296	278	299
Gæld	340	236	210	249	269	267	239	322
Nettotilgodehavender	130	64	40	17	23	29	39	- 23
Bankers og virksomheders nettotilgodehavender	-112	- 89	- 97	7	140	153	137	- 24

Statistiske Efterretninger.

Styrken af den udenlandske konkurrence antydes af tabel 4.2, side 118, som viser et væsentligt underskud på betalingsbalancens løbende poster i 1926-1928. Den illustreres tillige af tabel 4.4. Det ses, at industriproduktionen fik et tilbageslag i 1926 og 1927, samt at arbejdsløsheden steg fra 11 pct. i 1924 til 22 pct. i 1927.

Fra 1928 retter industriproduktionen sig og arbejdsløsheden går nedad. I 1929 har også betalingsbalancen rettet sig, og trods den efter vore dages opfattelse meget store ledighed, følte samtiden, at det egentlig gik ganske godt. Denne fornemmelse holdt sig et stykke ind i 1931.

Hvorledes kan det nu være, at Danmark, som startede med en overvurderet valuta, slap så forholdsvis let igennem perioden fra 1927 til 1931? Og hvorledes kan det gå til, at man betragtede en periode med 14-18 pct. arbejdsløshed som „normale tider“ med „ret gode“ økonomiske forhold¹⁾?

At den danske krone forholdsvis hurtigt hørte op med at være overvurderet skyldtes bl. a. vor betydelige samhandel med England. Konkurrencepresset udefra følte ikke så hårdt, da vor store handelspartner også havde en overvurderet valuta. Hertil kom, at presset på betalingsbalancen littedes, fordi vejrguderne var med os. I de kritiske år fik Danmark store høstudbytter, jfr. kolonne (2) i tabel 4.4, som viser landbrugets produktionsværdi i faste priser. Denne stigning i landbrugsproduktionen reducerede behovet for import af korn og foderstoffer og muliggjorde en øget eksport af dyriske produkter.

Det er meget vanskeligt at vurdere, hvad den Madsen-Mygdalske ned-

¹⁾ Jfr. *Nationalbankens årsberetning 1929-30*, side 5.

Tabel 4.4 Træk af indkomst- og produktionsudviklingen 1924-31

	Nettofaktorindkomst i 1929-priser	Landbrugets produktionsværdi i 1929-priser	Industriproduktion	Realtimeløn i industri og håndværk	Arbejdsløshed
	1	2	3	4	5
	1914 = 100*)	1914 = 100	1914 = 100**)	1914 = 100	pct.
1924	114	110	158	133	11
1925	111	108	166	143	15
1926	114	115	161	147	21
1927	119	127	156	145	22
1928	123	132	168	146	18
1929	127	136	181	149	16
1930	133	148	196	160	14
1931	136	161	184	170	18

1. Kjeld Bjerke og Niels Ussing, *Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950*, København 1958, tabel II, side 145.
2. Einar Cohn, *Privatbanken i København gennem hundrede år, 1857-1957*, II halvbind, København 1958, bilag J, side 546-47.
3. Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag I, side 153.
4. Erling Olsen, *Danmarks økonomiske historie siden 1750*, København 1962, side 212.
5. Erling Olsen, *anf. skr.*, side 214.

*) Nettofaktorindkomsten for 1914 blev forhøjet med 5 pct. under hensyn til, at de senere tal inkluderede Sønderjylland.

**) Produktionsindekset for 1913 blev forhøjet med 2 pct. for at konstruere et indeks for 1914.

Tabel 4.5 Indekstal for prisudviklingen 1924-31

	Detailpristal	Engrospristal	Eksportpristal	Importpristal	Bytteforhold (3):(4)	Nationalindkomstpristal
	1	2	3	4	5	6
	1914 = 100	1913 = 100	1913 = 100	1913 = 100	1913 = 100	1914 = 100
1924.....	218	.	.	.	.	214
1925.....	207	210	212	204	104	209
1926.....	183	163	156	160	98	179
1927.....	177	153	136	147	93	165
1928.....	174	153	139	147	95	164
1929.....	172	150	149	148	101	168
1930.....	164	130	125	127	98	158
1931.....	156	114	95	112	85	146

1-5. *Statistisk Årbog*. Det her anførte detailpristal vedrører juli måned, de øvrige indekstal er årgennemsnit.

6. Kjeld Bjerke og Niels Ussing, *Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950*, København 1958, tabel II, side 145. Pristallet er beregnet ved at sammenholde tallene for nettofaktorindkomsten i henholdsvis faste (1929) priser og løbende priser.

Tabel 4.6 Industriens produktivitet 1922-29

1922 = 100	Produktion 1	Beskæftigelse 2	Produktivitet 3 = 1:2
1922	100	100	100
1923	121	112	108
1924	136	124	110
1925	130	111	117
1926	126	111	114
1927	129	111	116
1928	140	118	119
1929	150	126	119

Jørgen Pedersen, *Economic Conditions in Denmark after 1922*, København 1931, table 5, side 20.

skæringspolitik har betydet for tilpasningen til et lavere pris- og omkostningsniveau. Der skal ikke her forsøges nogen nærmere analyse af, hvad denne politik betød indenfor den offentlige sektor, hvilken gennemslagskraft den havde i forhold til den private sektor, og hvor stor en del af pris- og løntilpasningen, som var en simpel følge af den meget store arbejdsløshed i 1926-1928. Blot skal der henvises til tabel 4.5, som bringer en række indekstal for prisudviklingen. Med nogen dristighed kan man kombinere denne tabel med tabellerne 4.4 og 4.6 og på dette grundlag drage følgende slutning: Som vist i tabel 4.5 lykkedes det at presse prisniveauet nedad. I 1927 og 1928 lykkedes det endvidere at reducere lønniveauet så stærkt, at realtimelønnen, jfr. kolonne (4) i tabel 4.4, i 1927 og 1928 blev en smule lavere end i 1926. Samtidig var produktiviteten stigende, jfr. kolonne (3) i tabel 4.6. Derfor faldt de reale lønomkostninger, danske industriprodukters konkurrenceevne forbedredes, profitterne blev større og dermed lysten til at investere.

Nedskæringspolitikken var dog ikke populær. Da konjunkturerne i 1929 var blevet bedre, og regeringen alligevel ikke kunne imødekomme sit støttepartis ønsker indenfor forsvaret, væltede de konservative Madsen-Mygdal. Den 24. april 1929 holdtes valg, og seks dage senere tiltrådte den socialdemokratisk-radikale regering Stauning-Munch. Det blev militærudgifterne nu ikke større af, men nedskæringspolitikken lagdes på hylden, og regeringen nød i sit første år godt af et forbedret bytteforhold, jfr. tabel 4.5 kolonne (5). På trods af krisen i USA holdt de gunstige vilkår i udenrigsomsætningen sig helt frem til 1931, hvilket muliggjorde en stadig økonomisk vækst her i landet, jfr. kolonne (1) i tabel 4.4.

Tabellerne 4.2 og 4.4 forklarer vel også, hvorfor man betragtede 1929 og 1930 som relativt gode år. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster var i 1929 blevet til et overskud, og i 1930 var der praktisk talt

ligevægt. Såvel landbrugets som industriens produktion voksede kraftigt, og faldet i realtimelønnen afløstes af en mærkbar stigning. Arbejdsløsheden var gradvis blevet formindsket. Mod 22 pct. i 1927 og 18 pct. året efter, blev den 16 og 14 pct. i 1929 og 1930. Det var nok store tal, men man hæftede sig ved, at bevægelsen gik i den rigtige retning. Og man glædede sig over, at både landbrugsproduktionen, industriproduktionen og realtimelønnen var voksende og større end nogensinde før.

Pengepolitikken

I de fleste lande med en overvurderet valuta, førte man en forholdsvis stram pengepolitik. Danmark var ingen undtagelse.

Tabel 4.7 viser de vigtigste bevægelser på nationalbankens balance. I de to kritiske år 1927 og 1928 nedbragte staten sin gæld til nationalbanken. Samtidig reducerede nationalbanken sine udlån til de private banker. Dette førte i 1927 til et fald i den primære indenlandske pengeforsyning. I 1928 blev der omvendt tale om en mindre stigning, bl. a. fordi nationalbanken måtte forøge sin beholdning af obligationer og aktier i forbindelse med rekonstruktionen af privatbanken.

Tabel 4.8 sammenholder den primære og sekundære pengeforsyning med obligationsrenten samt investeringer og nettofaktorindkomst. Tabellen ef-

Tabel 4.7 Bevægelser på nationalbankens balance 1927-31

	1927	1928	1929	1930	1931
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Stigning i:					
Seddelomløb	-32	6	8	- 8	-14
Private bankers folioindeståender i nationalb. ..	9	6	4	10	-13
Primær indenlandsk pengeforsyning	-23	12	12	2	-27
Modsvares af stigning i:					
Fordringer på:					
Staten (netto)	-19	-10	- 1	1	22
Udlandet (netto)	72	23	-23	10	-84
Private banker (brutto)	-42	-23	31	-29	74
Guldbeholdning	-27	- 9	0	0	-28
Beholdning af indenlandske obligationer og					
aktier	1	28	3	13	- 2
Øvrige aktiver (netto)	- 8	3	2	7	- 9
I alt....	-23	12	12	2	-27

Bilagstabellerne I, II, VI, XIII og XIV, samt for de private bankers mellemværende med nationalbanken: Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 2, side 155.

Tabel 4.8 Likviditet og investering 1924-31

	Obliga- tions- rente	Primær indenl. penge- forsyning	Sekundær indenl. penge- forsyning	Bruttoinvst. i 1929-priser		Netto- faktorind- komst i løbende priser	(2) som pct. af (6)	(3) som pct. af (6)
				Byg- ninger og anlæg	Maskiner og trans- port- midler			
	1	2	3	4	5	6	7	8
	pct.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	pct.	pct.
1924	5,7	504	4.736	283	209	5.790	8,7	81,8
1925	5,8	488	4.529	250	216	5.491	8,9	82,5
1926	5,7	417	4.352	269	217	4.830	8,6	90,1
1927	5,6	394	4.355	256	222	4.631	8,5	94,0
1928	5,3	406	4.375	276	238	4.789	8,5	91,4
1929	5,3	418	4.512	318	282	5.046	8,3	89,4
1930	4,8	420	4.703	358	388	4.984	8,4	94,4
1931	5,2	393	4.529	371	353	4.683	8,4	96,7

(1) Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 3, side 156.

(2) og (3) Erik Hoffmeyer, *anf. skr.*, bilag 2, side 155. (2) = Seddelomløb + private bankers folioindeståender i nationalbanken. (3) = Seddelomløb + indskud i banker og sparekasser + indeståender på postgiro.

(4) (5) og (6) Kjeld Bjerke og Niels Ussing, *Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950*, København 1958, tabel V, side 151, og tabel II, side 145.

terlader indtryk af en økonomisk stramning i 1927, men giver iøvrigt ikke anledning til mere håndfaste kommentarer.

Tabel 4.9 viser nationalbankens diskonto. Gennem de år, hvor kronen var overvurderet, holdtes en uændret sats på 5 pct., hvilket dårligt kan tages som udtryk for en stram pengepolitik. Hele perioden præges iøvrigt af usikkerhed m. h. t. nationalbankens muligheder for at styre renteniveauet.

Direktionens flertal tvivlede ganske enkelt på, at banker og sparekasser ville lade diskontoændringer slå igennem i deres rentesatser, og der var

Tabel 4.9 Nationalbankens diskonto 1926-31

Fra 24. 6.1926	5	pct.
- 27. 9.1929	5½	-
- 27.12.1929	5	-
- 7. 3.1930	4½	-
- 3. 5.1930	4	-
- 13.11.1930	3½	-
- 5. 9.1931	4½	-
- 26. 9.1931	6	-

Nationalbankens årsberetninger.

ingen forståelse for, at nationalbanken kunne påvirke obligationsrenten væsentligt ved køb og salg af obligationer. Derfor var man bange for at bruge diskontopolitikken på en måde, som kunne isolere nationalbanken fra det øvrige penge- og kapitalmarked. Og derfor valgte man snarere at følge markedet end at lede det.

Forholdet imellem diskontoen og de private pengeinstitutters rentesatser skal belyses med udgangspunkt i en tilførsel af 6. oktober 1930 til direktionsprotokol nr. 4, side 81-84. Lindberg havde ønsket, at nationalbanken i overensstemmelse med renteutviklingen i udlandet nedsatte diskontoen fra 4 til 3 pct. Dette afvist af direktionens øvrige medlemmer, som til protokollen erklærede: „En nedgang af diskontoen, dog foreløbig kun til 3½ pct., kunne man tænke sig at gå med til, dersom pengeforholdene vedvarende udvikler sig i samme retning, når den sats på 4 pct., man allerede i maj gik med til, viste sig at være trængt blot nogenlunde igennem på de forskellige områder. Hvis man i dette øjeblik, da dette *ikke* var tilfældet, satte diskontoen yderligere ned, uden at træffe foranstaltninger til i al almindelighed at gennemføre dette renteniveau, ville nationalbanken ved fastsættelsen af sin diskonto let isolere sig fra i landet rådende pengeforhold på en måde, der kunne give betænkelige følger“.

I denne udtalelse ligger en opfattelse af, at en diskontoændring må følges op med andre foranstaltninger, hvis den skal slå igennem. Det kunne være simpel overtalelse eller kontant belønning.

Simpel overtalelse forsøgte på møderne i nationalbanken den 27. oktober og 7. november 1930¹⁾. På dette felt havde Rosenkrantz visse evner. Møderne var kommet i stand efter opfordring fra grosserer-societetets komité, som ønskede forårets diskontosænkninger fulgt op af lavere kassekreditrenter. Det viste sig, at erhvervene og nationalbanken havde forholdsvis let ved at få hovedbankerne i tale. Derimod var der ikke meget at gøre over for provinsbankerne og sparekasserne. Disse to grupper følte sig i stærk konkurrence med hinanden. Provinsbankerne ville ikke nedsætte deres rentesatser, så længe sparekasserne undlod at nedsætte indlånsrenterne, og sparekasserne fandt ingen grund til forandringer, så længe obligationsrenten holdt sig på et højt niveau. Møderne var iøvrigt bemærkelsesværdige, fordi de rejste spørgsmålet om en renteaftale imellem banker og sparekasser. Det kom dog ikke til realitetsdrøftelser.

Belønningsmetoden forsøgte i forbindelse med diskontonedsættelsen den 13. november 1930. Underhånden lovede man hovedbankerne en højere rente af deres indskud i nationalbanken, hvis de lod diskontonedsættelsen fra 4 til 3½ pct. slå igennem i deres rentesatser. Resultatet udeblev ikke,

¹⁾ Mødereferater er bilagt direktionsprotokollen under nr. 2656.

men Lindberg protesterede imod denne begunstiggelse af hovedbankerne¹⁾.

Direktionens manglende forståelse for betydningen af køb og salg af obligationer skal belyses ved to eksempler. For det første skal det nævnes, at da direktionen i december 1927 besluttede at lade sig repræsentere hver dag på børsen, var hensigten alene at tjene nogle penge ved at lade nationalbanken købe og sælge obligationer for provinsbankerne²⁾. For det andet skal det oplyses, at finansminister Bramsnæs på det nordiske seddelbankmøde i København i februar 1931 følte sig foranlediget til at fortælle nationalbanken, at der burde være en vis sammenhæng imellem diskontopolitikken og centralbankens køb og salg af obligationer. Når diskontoen sænkes, sagde Bramsnæs, skal centralbanken købe og ikke sælge obligationer. Omvendt fandt han, at en diskontoforhøjelse passende kunne ledsages af obligationssalg³⁾.

Når direktionens flertal ikke rigtigt forstod, at nationalbanken gennem køb og salg af obligationer kunne påvirke renteniveauet væsentligt, var det meget naturligt, at dette flertal fandt ud af, at noget sådant slet ikke var nationalbankens opgave.

Dette kommer tydeligt frem i et protokollat af 10. januar 1931⁴⁾. Baggrunden for protokollatet var et meget kraftigt kursfald for jyske landhypotekforeningsobligationer. Den 9. januar var nationalbanken blevet bedt om at støtte kursen gennem opkøb, men direktionen afslog, fordi nationalbanken normalt ikke købte hypotekforeningsobligationer⁵⁾. Samme dag gik kursen yderligere ned, hvilket den 10. januar 1931 gav anledning til en principiel debat om nationalbankens obligationspolitik. Som så ofte før stod striden imellem Lindberg på den ene side og resten af direktionen på den anden. I protokollatet hedder det:

„Da det i går stedfundne usædvanlig stærke fald i kursen på jyske landhypotekforeningsobligationer måske kan tænkes at medføre en urimelig nedgang i de kommende dage i kursen på kreditforeningsobligationer, foreslås det, at nationalbanken foreløbig støtter kursen på sidstnævnte papirer. Om fornødent kan hertil anvendes indtil 10 millioner kr.

Lindberg.

¹⁾ Jfr. direktionsprotokol nr. 4, side 93. I øvrigt er det værd at bemærke, at nationalbanken i forbindelse med diskontosænkningen den 13. november 1930 specificerede sine udlåns-satser, idet der dels indførtes en rediskontosats $\frac{1}{2}$ pct. under diskonto, dels indførtes udlåns-satser på $\frac{1}{2}$ og 1 pct. over diskonto gældende henholdsvis for lån på 1. classes obligationer og for lån på andre værdipapirer, herunder aktier. Hovedbankerne opnåede tilsagn om, at deres banksolaveksler kunne falde ind under laveste udlåns-sats, jfr. i øvrigt bilagstabel III.

²⁾ Indstillingen er bilagt direktionsprotokollen under nr. 2577.

³⁾ Jfr. mødereferatet bilagt direktionsprotokollen under nr. 2668.

⁴⁾ Direktionsprotokol nr. 4, side 104–106.

⁵⁾ Direktionsprotokol nr. 4, side 103.

Direktør Stephensen frarådede forslaget, idet han redegjorde for sin opfattelse af nationalbankens opgave på obligationsmarkedet. Snarere end at binde sig til endnu større beløb burde man efter hans mening, når forholdene muliggjorde dette, begrænse obligationsbeholdningen, også fordi man derved styrkede bankens stilling, hvis intervention senere måtte vise sig påkrævet.

Efter nogen drøftelse, hvori de enkelte direktører gav deres opfattelse til kende, var direktionen (med undtagelse af direktør Lindberg) enig i, at man måtte indtage samme holdning overfor dette som overfor de tidligere fremførte forslag om storopkøb fra nationalbankens side, da man mente, at sådant storopkøb ville føre til uheldige konsekvenser. Man kunne kun tænke sig at give tilslutning til sådanne i en virkelig kritisk situation, hvad man ikke mente der i øjeblikket forelå for kreditforeningsobligationers vedkommende.

Med hensyn til hypotekforeningsobligationerne mente man, man måtte fastholde den forrige dag trufne bestemmelse. (Nej til støttekøb, E.O.). Direktionens flertal var vedblivende af den formening, at nationalbankens opgave ikke kunne være ved støttekøb at søge at påvirke obligationsmarkedet i opadgående retning, man mente man måtte indskrænke sig til, med begrænsede midler at øve en *regulerende* indflydelse; en sådan mente man burde øves til enhver tid, i overensstemmelse med den tendens der var rådende på markedet, men ikke ved forsøg på at *fremtvinge afgørende ændringer i tendensen*. I overensstemmelse hermed anså man det for unaturligt, at man bandt sig til bestemte beløb for obligationsbeholdningens størrelse. Udover hvad der krævedes til bankens regelmæssige forretning, anså man det for ønskeligt, at beholdningerne holdtes så begrænset som muligt, for at nationalbanken under ugunstige forhold i så meget stærkere grad kunne øve en regulerende indflydelse. Man mente iøvrigt, at såvel fastsættelsen af obligationsbeholdningens størrelse som dispositionerne i enkeltheder måtte overlades til den direktør, der varetager disse forretninger, for at den fornødne enhed og fasthed i dispositionerne kunne opnås, og kunne iøvrigt slutte sig til de almindelige synspunkter, direktør Stephensen herom under forhandlingerne havde gjort gældende.

Stephensen. Rosenkrantz. H. Green. Schrøder.“

Alt i alt må man sige, at nationalbanken førte en meget stilfærdig pengepolitik i årene 1927-1931.

Institutionerne

Dette hænger nok sammen med, at nationalbanken i denne periode havde en meget stilfærdig direktion. Den rutinerede Stephensen, den honnette

Tabel 4.10 Udlån og indlån i banker og sparekasser 1924-1931

	Banker			Sparekasser		
	Udlån	Indlån	Udlån som pct. af indlån	Udlån	Indlån	Udlån som pct. af indlån
Ultimo	mill. kr.	mill. kr.	pct.	mill. kr.	mill. kr.	pct.
1924	2.621	2.331	112,4	1.486	1.914	77,6
1925	2.234	2.121	105,3	1.538	1.956	78,6
1926	2.111	1.976	106,8	1.604	1.977	81,1
1927	2.013	1.985	101,4	1.623	1.996	81,3
1928	1.942	1.945	99,8	1.646	2.044	80,5
1929	1.996	1.992	100,2	1.707	2.124	80,4
1930	2.023	2.110	95,9	1.762	2.205	79,9
1931	2.020	1.960	103,1	1.810	2.195	82,5

Erik Hoffmeyer, *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*, København 1960, bilag 2, side 155, og bilag 5, side 159.

Rosenkrantz, den scenevante Green og den kloge, mæglende Schrøder var hver for sig meget dygtige. Men vingesuset manglede.

Overfor dette flertal stod Lindberg. Overlegen i udsyn, men svækket af et dårligt helbred og personlige egenskaber, som vanskeliggjorde samarbejdet i direktionen.

Den vigtigste udvikling på det institutionelle område var i den betragtede periode at finde i forholdet mellem banker og sparekasser. Som vist i tabel 2.9, side 45, var bankernes indlån under den første verdenskrig blevet ca. dobbelt så store som sparekassernes. Før krigen havde der været jævnbyrdighed. Bankernes stærke fremgang skyldtes bl. a. en dristig udlånspolitik, som sidenhen kom dem dyrt at stå. 1920'erne blev banksammenbruddenes år.

I bilagsbindet bringes en oversigt over mellemkrigstidens banksammenbrud og -rekonstruktioner. I hvert enkelt tilfælde nævnes de væsentligste årsager til sammenbruddet, størrelsen af kreditorernes og aktionærernes tab, eventuelle rekonstruktionsforsøg og den rolle, som nationalbanken kom til at spille.

I appendix B fortælles, hvorledes erfaringerne fra de mange sammenbrud lagdes til grund for den nye banklov, som rigsdagen efter indgående drøftelser vedtog i 1930.

På dette sted skal vi nøjes med at konstatere, at mellemkrigstidens publikum nærmede sig bankerne med nogenlunde samme fornemmelse som den, hvormed nutidens danskere nærmer sig rejsebureauerne. Derimod voksede tilliden til sparekasserne. Derved ændredes styrkeforholdet imellem de to grupper af pengeinstitutter, og ved den betragtede periodes udgang var de atter jævnbyrdige, jfr. tabel 4.10.

Det er iøvrigt værd at bemærke, at både forsikringsselskaberne og staten fik en voksende indflydelse på penge- og kapitalmarkedet.

Livsforsikringsselskaber og pensionskasser tegnede sig før krigen for 8,5 pct. af tilgodehavenderne i pengeinstitutterne¹⁾. Som følge af inflationen faldt denne procent til 6,5 i 1920, men i 1925 nåedes 9,8 pct. og i 1930 blev det til 11,8 pct.²⁾.

Statens voksende indflydelse kom med postgiroen, skatkammerbeviserne, boligfonden og udlånene til husmandsbrug m. v.

Postgiroen oprettedes i 1920 som en service overfor borgerne. I den her betragtede periode fik postgiroen dog ikke afgørende betydning.

Skatkammerbeviserne kom med 1924-loven om valutaforanstaltninger. Det var fordringer på staten med en løbetid på 3 eller 6 måneder. Normalt lød de på store beløb, da de fortrinsvis søgtes afsat til pengeinstitutter. De bar ingen rente, men solgtes til mindre end den pålydende værdi. Kreditydelsen blev således vederlagt gennem den kursgevinst køberen opnåede ved indfrielsen. Ganske som ved en veksler. Loven bemyndigede finansministeren til at holde skatkammerbeviser for maksimalt 50 mill. kr. cirkulerende gennem 1925 og 1926. I 1926 kom en særlig lov om skatkammerbeviser. Den blev forlænget flere gange, indtil den i 1932 blev gjort permanent. Først da meldte nationalbanken sig som køber af skatkammerbeviser.

Statens boligfond var et realkreditinstitut, som virkede fra 1. januar 1923 til 30. september 1927. I denne periode var boligfonden med til at finansiere omkring 70 pct. af boligbyggeriet³⁾. Boligfonden gav sine lån ovenpå kredit- og hypotekforeningslånene. De kunne maksimalt udgøre 40 pct. af anskaffelsessummen og skulle ligge indenfor lånegrænser, som varierede imellem 80 og 90 pct. Længe efter boligfondens ophævelse i 1927 havde staten udestående boligfondslån. Det illustreres i tabel 4.11, side 130, som bringer en oversigt over de vigtigste typer af fordringer i 1931.

Statens udlån til husmandsbrug m. v. tog fart med jordlovene af 1919. De kom til at betyde en ikke uvæsentlig aflastning af det øvrige kapitalmarked.

Hvis man sammenligner fordringsbalancen i tabel 4.11 med den i tabel 1.1 vil man for det første se tilkomsten af enkelte nye fordringstyper, såsom tilgodehavender på postgiro, skatkammerbeviser og boligfondslån. For det andet vil man konstatere, at pengesystemet tilsyneladende var blevet mere elastisk.

¹⁾ Her: Banker, sparekasser, livsforsikringsselskaber og pensionskasser samt overformynderriet og Bikubens forvaltningsafdeling.

²⁾ Erik Hoffmeyer, *anf. skr.*, tabel 17, side 115.

³⁾ *Det fremtidige boligbyggeri*, betænkning afgivet af indenrigsministeriets byggeudvalg af 1940, København 1945, side 117.

Tabel 4.11 Hovedtyper af fordringer omkring 1931

Debitorer Kreditorer	Borgere	Virksomheder	Kommuner	Staten	Udlandet
	Borgere	Virksomheder	Kommuner	Staten	Udlandet
Borgere	Gældsbeviser Veksler Pantebreve	Veksler Pantebreve Obligationer	Obligationer	Obligationer Skillemønt Postgirotil- godehavender	Indlån i penge- institutter Veksler Obligationer
Virksomheder	Gældsbeviser Afbetalings- kontrakter Veksler Pantebreve Varekreditter	Gældsbeviser Afbetalings- kontrakter Veksler Pantebreve Obligationer Varekreditter	Obligationer Varekreditter	Obligationer Skillemønt Varekreditter Postgirotil- godehavender	Indlån i penge- institutter Gældsbeviser Veksler Obligationer Varekreditter
Kommuner	Gældsbeviser Pantebreve	Gældsbeviser Pantebreve	Obligationer	Obligationer Skillemønt Postgirotil- godehavender	Obligationer
Staten	Gældsbeviser Pantebreve, herunder bolig- fondslån	Gældsbeviser Pantebreve, herunder bolig- fondslån	Obligationer Gældsbeviser		Indlån i penge- institutter Obligationer
Udlandet	Veksler	Gældsbeviser Veksler Obligationer Varekreditter	Obligationer	Obligationer	
Nationalbanken	Udlån Veksler	Udlån Veksler Obligationer	Udlån Obligationer	Udlån Obligationer Skillemønt	Udlån til pengeinstitutter Indlån i penge- institutter Ikke udnyttede kreditilsagn Veksler Obligationer
Banker	Udlån Veksler Pantebreve	Udlån Veksler Pantebreve Obligationer	Udlån Obligationer	Obligationer Skillemønt Skatkammer- beviser Postgirotil- godehavender	Udlån til pengeinstitutter Indlån i penge- institutter Ikke udnyttede kreditilsagn Veksler Obligationer

National- banken	Banker	Sparekasser	Forsikrings- selskaber	Realkredit- institutter	Overformyn- deri o. a. forvaltnings- institutter
Indlån Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Veksler	Indlån	Policers tilbagekøbs- værdi	Obligationer	Recepisser
Indlån Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Veksler	Indlån		Obligationer	Recepisser
Sedler	Indlån	Indlån		Obligationer	
Indlån Sedler				Obligationer	
Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Veksler	Indlån	Policers tilbagekøbs- værdi	Obligationer	Recepisser
	Udlån Veksler	Udlån		Obligationer	
Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn Udlån	Udlån		Obligationer	

Fortsættes næste side.

Tabel 4.11 fortsat.

Debitorer Kreditører	Borgere	Virksomheder	Kommuner	Staten	Udlandet
	Udlån Veksler Pantebreve	Udlån Veksler Pantebreve Obligationer	Udlån Obligationer	Obligationer Skillemønt Skatkammer- beviser Postgirotil- godehavender	Obligationer
Sparekasser	Udlån Pantebreve	Udlån Pantebreve Obligationer	Udlån Obligationer	Obligationer Skillemønt Skatkammer- beviser Postgirotil- godehavender	Obligationer
Forsikrings- selskaber	Udlån Pantebreve	Udlån Pantebreve Obligationer	Udlån Obligationer	Obligationer Skillemønt Skatkammer- beviser Postgirotil- godehavender	Obligationer
Realkredit- institutter	Pantebreve	Pantebreve	Pantebreve	Postgirotil- godehavender	
Overformynderi o. a. forvalt- ningsinstitutter	Udlån Pantebreve	Udlån Pantebreve	Udlån Obligationer	Obligationer	Obligationer

Den øgede anvendelse af checks, som markeredes ved oprettelsen af checkclearingen i 1927, betød en udvidelse af de private bankers kredit-skabende evne.

Den tiltagende afbetalingshandel, som i 1917 gav anledning til en lov om salg på afbetaling, betød en udvidelse af forbrugerkrediten. I slutningen af 1920'erne begyndte det at gå stærkt. Denne periode var jo bilernes, motorcyklernes, radioapparaternes og støvsugernes fremgangstid.

I takt med den øgede forbrugerkredit var der grund til at vente en øget leverandørkredit. Det er dog vanskeligt at danne sig noget skøn over, hvor store beløb det drejede sig om.

Sammenfatning

Den danske krone var tydeligt overvurderet, da guldfoden genindførtes, men i løbet af et par år var betalingsbalancen rettet op, og for perioden som helhed var den økonomiske vækst ikke utilfredsstillende.

Det var heller ikke så slemt at have en overvurderet valuta, når man delte skæbne med sin største handelspartner. Vi var også heldige med vejret. Hertil kom virkningerne af nedskæringspolitikken. Endelig begunstigedes regeringen Stauning-Munch i sit første år af et forbedret byttefor-

National-banken	Banker	Sparekasser	Forsikrings-selskaber	Realkredit-institutioner	Overformyn-deri o. a. forvaltnings-institutter
Sedler	Indlån Ikke udnyttede kredittilsagn	Indlån		Obligationer	
Sedler	Indlån	Indlån	Genforsikr. pol.s tilbage-købsværdi	Obligationer	
	Pantebreve	Pantebreve	Pantebreve		
Indlån	Indlån	Indlån		Obligationer	

hold. At arbejdsløsheden i 1929 var 16 pct. og 14 pct. i 1930, tog sam-tiden forbavsende roligt.

Pengepolitisk var tiden 1927-1931 ikke spændende. Flertallet i national-bankens direktion tvivlede på diskontoens gennemslagskraft og søgte mod gode ord og betaling at få blot hovedbankerne til at følge trop. At rente-niveauet kunne ændres afgørende gennem køb og salg af obligationer, forstod man ikke helt. Flertallet nægtede endog at forsøge.

Institutionelt samler interessen sig om de mange banksammenbrud. De øgede tilliden til sparekasserne, som ved periodens udgang atter blev jæv-nbyrdige med bankerne. Livsforsikringsselskaber og pensionskasser fik en voksende betydning. Det samme gjorde statens udlånsvirksomhed. Ende-lig øgedes pengesystemets elasticitet som følge af ændrede betalingssæd-vaner.

Appendiks A

Bank- og sparekasselovene af 1919

Baggrunden

Efter banksammenbruddene i 1907-08 og Alberti-skandalen i 1908 rejste der sig krav om, at lovgivningsmagten skulle skride ind og skaffe ordnede og trygge forhold på bank- og sparekasseområdet. Danmark havde ingen særskilt banklovgivning, og sparekasseloven af 28. maj 1880 havde vist sig utilstrækkelig.

Disse krav førte i rigsdagssamlingerne 1908-09 og 1909-10 til forslag om en skærpelse af sparekasselovgivningen. Resultatet blev en lov af 13. april 1910, som blot forøgede sparekasseinspektørens medhjælpssum, men derudover bestemte, at der skulle nedsættes en blandet kommission af eksperter og politikere med den opgave at udarbejde forslag til lov om sparekasser og banker. Den 13. august 1910 nedsattes kommissionen med departementschef i indenrigsministeriet H. A. S. Vedel som formand. Kommissionens sekretær blev Aage Schlichtkrull, som var assistent i indenrigsministeriet. Den 1. juni 1912 afgav kommissionen betænkning¹⁾.

Kommissionens krav om orden

Kommissionen ville skabe ordnede forhold ved at skabe en klar arbejdsdeling imellem banker og sparekasser samt ved at gøre det tydeligt for publikum, hvilken kategori hvert enkelt pengeinstitut tilhørte. Desuden ville kommissionen stille bankerne under tilsyn af en bankinspektør og styrke sparekasseinspektionen.

Der var i og for sig en synlig *arbejdsdeling imellem banker og sparekasser*. De private banker var først og fremmest til for at tjene pengeomsætningen, medens sparekassernes hovedformål var at anbringe de modtagne midler på betryggende måde. Derfor var der også forskel på bankernes og sparekassernes kundekreds. Bankernes publikum var i vidt omfang forretningsdrivende, der havde forstand på pengeomsætning og evnede at bedømme en banks soliditet. Sparekassernes publikum var ofte uden kendskab til pengeomsætning og uden evne til at bedømme et pengeinsti-

¹⁾ Optrykt i *Rigsdagstidende* 1912-13, tillæg A, sp. 2745-62.

tuts økonomi. Der var også forskel på de forretninger, som gjordes af banker og sparekasser. Bankerne diskonterede f. eks. vekslers i betydeligt omfang, hvilket sparekasserne som hovedregel ikke gav sig af med.

Denne arbejdsdeling ønskedes markeret ved at samle bestemmelserne om bankerne i en lov og bestemmelserne om sparekasserne i en anden. Vigtigst var det dog, at lovene effektivt forhindrede, at bankerne drev sparekassevirksomhed eller sparekasserne bankvirksomhed.

Derfor foreslog kommissionen, at det blev forbudt sparekasserne at diskontere vekslers, belåne vekslers eller yde lån i løbende regning. Disse forretninger var behæftede med en vis risiko og dertil så erhvervsorienterede, at de naturligt hørte hjemme under bankernes arbejdsområde. Tilsvarende måtte bankerne ikke modtage indskud „på sparekassevilkår“, idet der dog gjordes en undtagelse for banker, som allerede havde sparekasseafdelinger, på betingelse af, at de for disse afdelingers vedkommende underkastedes sparekasselovens bestemmelser. Endvidere foreslog kommissionen, at indenrigsministeren bemyndigedes til at tillade anbringelse af umyndiges og offentlige stiftelsers midler i sparekasser, men ikke i banker.

Forskellen imellem banker og sparekasser skulle også markeres ved, at der i sparekasserne, men ikke i bankerne, lagdes loft over det udbytte, som måtte udbetales. Ifølge kommissionens forslag skulle det ikke være tilladt at yde sparekassernes stiftere, garanters eller aktionærers højere udbytte end 4 pct. af den indbetalte kapital. For de bestående sparekasser ville man dog ikke gå længere ned end 6 pct. Kommissionen mente, at folk, som var med til at stifte en sparekasse, måtte gøre sig klart, at det ikke drejede sig om at anbringe nogle penge fordelagtigt, men om at støtte et samfundsgavnligt formål. Og når en sparekasses ledelse placerede de indskudte midler, skulle den være fri for at tænke på at tjene penge til stiftere, garanters eller aktionærers, men interessere sig for at anbringe midlerne så sikkert som muligt. Derimod fandt kommissionen ikke noget betænkeligt i, at ledelsen af en bank ønskede at tjene penge.

Den strengere regulering af sparekassernes virksomhed var ikke noget nyt. Tidligere havde bankernes virksomhed ikke været reguleret, og sparekasserne havde været underkastet en mild regulering. Nu sigtede kommissionen imod en mild regulering af bankernes virksomhed og en noget strengere af sparekassernes. Men hvis man så tingene ud fra et konkurrencesynspunkt, var situationen stadig den, at indsnævringen af sparekassernes forretningsområde gav bankerne en konkurrencemæssig fordel.

Som modydelse herfor havde sparekasseloven af 1880 givet kasserne to begunstigelser. Dels ved at der ikke skulle svares stempelafgift af sparekassebøger. Dels ved at sparekassenavnet reserveredes for pengeinstitutter, der var underkastet 1880-loven og dermed sparekassetilsynet.

Kommissionen foreslog, at der skulle gives stempelfrihed både for spare-

kassebøger og for bankbøger. Dette var vel motiveret ud fra hensyn til pengeomsætningen og kunne være et plaster på såret for bankerne, der skulle under tilsyn. På den anden side måtte det udløse modkrav fra sparekasserne. Derfor søgte kommissionen at øge værdien af den eneret, som disse havde på sparekassenavnet.

Kommissionen foreslog således, at sparekassebøger skulle benævnes „Kontrabog med N. N. sparekasse (spare- og lånekasse, spareforening eller spare- og låneforening)“, medens bankbøger og kontrabøger med andre pengeinstitutter på betryggende og iøjnefaldende måde, efter indenrigsministeriets og handelsministeriets nærmere bestemmelse, skulle tilkendegive, at det pågældende pengeinstitut ikke stod under tilsyn af sparekasseinspektøren, men af bankinspektøren, f. s. v. vedkommende institut henhørte under dennes tilsyn. Endvidere foreslog kommissionen, at det blev forbudt andre institutter end sparekasser at anvende ordet „spare“ i deres benævnelse, i forretningsmeddelelser, ved skiltning eller på anden måde, ligesom de heller ikke måtte tilkendegive, at de modtog indskud „på sparekassevilkår“.

Gennem disse foranstaltninger mente kommissionen dels at kunne kompensere sparekasserne for indgrebene i konkurrenceforholdet over for bankerne, dels at kunne gøre publikum klart, hvornår det stod over for en sparekasse.

Det effektive *tilsyn* med sparekasserne håbede kommissionen at kunne opnå ved en forøgelse af sparekasseinspektionens personale. Desuden foreslog den sparekasseinspektørens aflønning forhøjet. Sparekasseinspektøren havde efter 1880-loven fået samme gage som en kontorchef i indenrigsministeriet, d. v. s. 4.000 kr. årligt stigende til 5.500 kr. Kommissionen foreslog under henvisning til udvidelsen af sparekasseinspektørens virksomhed, at lønnen sættes til 5.500 kr årligt stigende til 7.000 kr.

Derimod foreslog den, at bankinspektøren skulle aflønnes med 10.000 kr. årligt. Man ønskede en mand, som havde haft en overordnet stilling i en bank, og en sådan mand kunne næppe formås til at påtage sig hvervet på samme vilkår som en ministeriel embedsmand.

Kommissionens krav om tryghed

Med de ovenfor nævnte foranstaltninger sigtede kommissionen som nævnt på at skabe ordnede forhold på bank- og sparekasseområdet. Men kommissionen ville også skabe trygge forhold. Hvad var det da, man efter 1907-08 frygtede, og hvorledes ville man imødegå denne frygt?

Det, man frygtede, var:

a) bedragerier,

- b) sammenblanding af ledelsens private interesser og pengeinstitutts,
- c) fortsættelse af et pengeinstituts virksomhed, efter at det havde tabt så meget, at indskydernes midler kom i alvorlig fare,
- d) for ringe sikkerhed for de indskudte midler,
- e) for hårdt konkurrencepres, der bragte indlånsrenten op over, hvad pengeinstitutterne kunne bære.

ad a) For at hindre *bedragerier* foreslog kommissionen for sparekassernes vedkommende visse hovedbestemmelser for kassernes bogføring, samt at indenrigsministeren bemyndigedes til at fastsætte de nærmere forskrifter. Navnlig lagdes der vægt på, at der i hver sparekasse blev ført to kassebøger af to forskellige personer. Endvidere foresloges en betydelig skærpelse af revisorernes pligter. Hvor sparekasseloven af 1880 havde haft en rund og almindelig formulering, ønskede kommissionen en præcis angivelse af revisorernes stilling, herunder at de mindst 2 gange årligt skulle foretage uanmeldt kasseeftersyn.

For bankernes vedkommende var det ikke i samme grad påkrævet at give regler for bogføringen, så der havde kommissionen intet forslag. Revisionen i bankerne var der efter kommissionens mening heller ikke større problemer i, så her kunne en banklov nøjes med en bestemmelse holdt i almindelige vendinger.

ad b) For at hindre *sammenblanding af ledelsens private interesser med pengeinstitutts*, foreslog kommissionen en række sikkerhedsforanstaltninger.

For sparekassernes vedkommende ønskede kommissionen for det første den såkaldte selvsupplering af bestyrelse og direktion bragt til ophør. Ifølge en skrivelse af 29. januar 1912 fra sparekasseinspektøren til indenrigsministeriet, optrykt som bilag A til kommissionens betænkning, kunne bestyrelse og direktion supplere sig selv uden nogen som helst kontrol fra det offentlige i 94 af landets 543 sparekasser, dækkende langt over halvdelen af de i samtlige sparekasser indestående midler. Man turde dog ikke tage skridtet fuldt ud, idet man for valgene til en sparekasses bestyrelse, men ikke til direktionen, ville lade de 94 kasser beholde retten til selvsupplering på betingelse af, at antallet af bestyrelsesmedlemmer var mindst 7, at indenrigsministeriet havde valgt mindst et af disse medlemmer, og at de af bestyrelsen foretagne valg først fik gyldighed, når de var stadfæstede af indenrigsministeriet.

For det andet foreslog kommissionen forbud imod, at en sparekasses direktions- og bestyrelsesmedlemmer indtog visse stillinger i andre pengeinstitutter. En sparekasses direktør måtte ikke være medlem af direktionen for en anden sparekasse, og intet medlem af en sparekasses bestyrelse eller

direktion måtte indtage en tilsvarende stilling i en bank eller et lignende pengeinstitut, der modtog indskud til forrentning.

For det tredje fandt kommissionen det uheldigt, om samme person bestred visse centrale stillinger i en sparekasse. Et medlem af bestyrelsen burde ikke samtidig være direktør, og i sparekasser med en indlånskaptal på mindst 100.000 kr. mente kommissionen at kunne forlange, at hverken regnskabsfører, bogholder eller kasserer måtte være medlem af bestyrelse eller direktion.

For det fjerde ønskede kommissionen, at det efter en overgangsperiode blev forbudt, at beslægtede i op- og nedstigende linie samtidig var medlemmer af en sparekasses bestyrelse eller direktion.

For det femte foreslog kommissionen forbud imod, at et medlem af en sparekasses direktion eller bestyrelse kautionerede for lån i sparekassen eller selv opnåede lån af denne „undtagen imod sikkerhed efter reglerne om anbringelse af umyndiges midler eller imod håndpant efter derom i kassens vedtægter foreskrevne almindelige regler“.

For det sjette ønskede kommissionen, at det blev forbudt medlemmer af en sparekasses bestyrelse eller direktion at deltage i „behandlingen eller afgørelsen af noget anliggende, som angår dem selv eller nogen af deres beslægtede eller besvogrede i op- og nedstigende linie eller i sidelinien i første grad, eller hvori de selv eller nogen af de nævnte personer har en betydelig økonomisk særinteresse“. Det skulle ligeledes forbydes medlemmer af direktion eller bestyrelse at deltage i beslutningen om belåning eller omsætning af noget dokument, hvis indfrielse de hæftede for.

For bankernes vedkommende ønskedes næsten lige så strenge regler som for sparekassernes. Følges kommissionens seks krav til sparekasserne, kan man for det første sige, at spørgsmålet om selvsupplering ikke var af betydning for bankerne. For det andet, at der parallelt med den ønskede sparekasselovgivning blev foreslået forbud imod, at en banks direktions- og bestyrelsesmedlemmer indtog tilsvarende stillinger i andre pengeinstitutter. Krav nummer tre om forbud mod, at samme person bestred visse centrale stillinger i en sparekasse, fandt også sin parallel i forslaget til en banklov. Derimod stillede kommissionen intet forslag om, at beslægtede i op- og nedstigende linie ikke samtidig måtte være medlem af en banks bestyrelse og direktion. Krav nummer fem om kaution og lån til bestyrelse og direktion og krav nummer seks om et bestyrelses- eller direktionsmedlems udelukkelse fra visse afgørelser af personlig interesse m. v. fik tilsvarende udformning i forslaget til banklov.

ad c) For at hindre et pengeinstitut i at *fortsætte virksomheden efter tab, der havde bragt indskydernes midler i fare*, foreslog kommissionen, at man opretholdt den gældende sparekasselovs bestemmelser, ifølge hvilke spare-

kasseinspektøren kunne lukke en sparekasse, hvor ikke blot reservefondet, men også 5 pct. af indskydernes tilgodehavene var gået tabt, medmindre bestyrelsen stillede sikkerhed for underskuddet, og denne sikkerhed godkendtes af indenrigsministeriet.

Tilsvarende foreslog kommissionen, at en bank skulle opløses, hvis den ud over reservefondet havde tabt mindst 50 pct. af aktiekapitalen, medmindre handelsministeriet efter bankinspektørens indstilling tillod den pågældende bank at fortsætte virksomheden.

ad d) For at skabe tilstrækkelig *sikkerhed for de indskudte midler* ønskede kommissionen en lov, der stillede strenge krav til de aktiver, hvori sparekasserne kunne placere deres midler, hvilket skulle muliggøre forholdsvis beskedne krav til sparekassernes egenkapital. For bankernes vedkommende ønskede kommissionen omvendt, at placeringsreglerne blev lempelige, medens kravene til egenkapitalen skulle være betydelige.

Det er tidligere nævnt, hvorledes det skulle forbydes sparekasser at befatte sig med veksler. Derudover ønskede kommissionen forbud imod anbringelse af sparekassemidler i aktier eller andelsbeviser med undtagelse af nationalbankaktier, aktier med statsgaranti for kapital eller rente samt visse andre aktier og andelsbeviser efter indenrigsministerens specielle tilladelse. En sådan tilladelse kunne f. eks. tænkes givet, hvis en sparekasse ville tegne aktier i et jernbaneforetagende, som kom dens hjemegn til gode.

Endvidere foreslog kommissionen, at kautionslån som hovedregel skulle afvikles inden 10 år fra stiftelsen.

Endelig ville den have forbud imod, at mere end 5 pct. af en sparekasses indlånskapital anbragtes i et enkelt pengeinstitut, nationalbanken dog undtaget.

Ved siden af forbuddene ville kommissionen have det påbudt, at mindst 5 pct. af sparernes tilgodehavende skulle være anbragt i statsobligationer, kreditforeningsobligationer eller lignende sikre og let realisable værdipapirer.

Med hensyn til egenkapitalen mente kommissionen det nødvendigt med en stramning af bestemmelserne i sparekasseloven af 1880, hvorefter der blot skulle dannes et reservefond, uden at det sagdes, hvor stort det skulle være. Kommissionen ønskede fondet bragt op på 10 pct. af de første 5 mill. kr. af sparernes tilgodehavende, 8 pct. af de næste 15 mill. kr. og 6 pct. af resten. Indtil reservefondet havde nået dette omfang, skulle kun 10 pct. af overskuddet kunne anvendes til almenyttige eller velgørende formål.

Kravet til sparekassernes egenkapital skulle således nok strammes, men dog være mærkbart lavere end kravet til bankernes. Her foreslog kommissionen, at aktiekapitalen med tillæg af reservefondet og dermed ligestil-

lede fonds skulle udgøre mindst en syvendedel, d. v. s. godt 14 pct., af indlånskapitalen, samt at der af sikkerhedsmæssige grunde skulle sættes meget snævre grænser for bankernes erhvervelse af eller lån på egne aktier.

Forslaget fra kommissionen indebar endvidere, at 10 pct. af en banks nettooverskud skulle henlægges til reservefondet, indtil det udgjorde en femtedel af aktie- eller andelskapitalen.

Placeringsregler for bankerne foreslog kommissionen ikke, ud over at de befalede henlæggelser til reservefondet skulle anbringes i solide og let realisable værdipapirer.

ad e) Kommissionens mest bemærkelsesværdige forslag var vel nok, at der burde indføres *maksimalrente for indlån* i banker og sparekasser. Den frygtede, at pengeinstitutterne ville kaste sig ud i for risikable engagementer, hvis indlånsrenten pressedes for højt op gennem konkurrencen imellem de forskellige institutter. I så fald skulle der jo tjenes mange penge ind for at forrente indlånene, og risikable foretagender fristede med muligheden for høje renter.

Maksimalrenten skulle fastsættes af et „sparekasse- og bankråd“ bestående af en kongelig udnævnt formand og 19 medlemmer. Disse nitten skulle udpeges med 1 af indenrigsministeren, 1 af handelsministeren, 1 af finansministeren, 2 af folketinget, 2 af landstinget, 6 af sparekasserne og 6 af bankerne.

Rigsdagsbehandlingen

Forslagene fra kommissionen fik ikke nogen let gang gennem rigsdagen, selv om regeringen allerede fremsatte lovforslag den 13. november 1912. Først den 4. oktober 1919 kom en ny sparekasselov og en banklov.

Når det tog så lang tid at hale forslagene igennem, skyldtes det for det første den meget vanskelige kombination af hensynet til orden og tryghed med hensynet til den nogenlunde ubesværede afvikling af hverdagen i banker og sparekasser. Denne opgave tog rigsdagsmedlemmerne meget alvorligt, og forslagene blev underkastet en grundig saglig gennemgang og forandret både redaktionelt og indholdsmæssigt. Specielt af landstingsudvalgene. Videre forsinkedes behandlingen af, at sparekasserne, som havde megen lydhørhed på tinge, fandt, at de forelagte forslag ændrede konkurrenceevnen i forholdet til bankerne på en for sparekasserne ugunstig måde.

Disse ting trak behandlingen ud, og i 1915-16 gik rigsdagsbehandlingen nærmest i stå. Man var kommet på afstand af de store banksammenbrud og Alberti-skandalen, og man begyndte at interessere sig mere for en almindelig aktieselskabslovgivning. Den fik man i 1917. Endelig bevirkede

krigen, at man fik meget andet at tænke på end bank- og sparekasselovgivning. Men kort tid efter krigen, d. v. s. i februar 1919, fremsattes lovforslagene igen, og denne gang blev det alvor.

Kravene om orden

Det er ovenfor omtalt, hvorledes kommissionen ville skabe ordnede forhold ved at gennemføre en klar arbejdsdeling imellem banker og sparekasser, ved at gøre det tydeligt for publikum, hvilke pengeinstitutter der var rigtige sparekasser, og hvilke der ikke var det, samt ved at skærpe sparekasseinspektionen og stille bankerne under tilsyn.

Dette hovedsigte blev opretholdt af lovgivningen, men undervejs lykkedes det sparekasserne at få ændret de oprindelige forslag i deres favør. Sparekasseforeningen hævdede bl. a., at bankerne gennem fritagelsen for stempelafgift for kontrabøger opnåede en begunstigelse, som stillede dem alt for stærkt i konkurrencen med sparekasserne, der yderligere svækkes ved, at det skulle forbydes dem at diskontere vekslers.

Det må nok siges, at sparekasserne lagde lidt vel megen vægt på den konkurrencemæssige virkning af, at bankerne fik stempelfrihed for kontrabøger. Det havde de største banker og en del af provinsens banker allerede¹⁾. Men argumentationen førtes frem, og det endte med, at sparekasserne opnåede ikke så lidt til gengæld for, at stempelfriheden udstraktes til alle banker. Hvor kommissionen havde villet forbyde alle sparekasser at diskontere vekslers, blev det til, at de sparekasser, der inden den 1. april 1919 havde drevet vekseldiskontering, kunne bevare retten dertil. Og hvor kommissionen havde ønsket at bevare visse bankers „velerhvervede ret“ til at opretholde en sparekasseafdeling, blev det til, at ingen bank for fremtiden måtte modtage indlån „på sparekasssevilkår“.

På den anden side lykkedes det ikke sparekasserne at få lov til at modtage indskud af umyndiges eller offentlige stiftelsers midler.

Kravene om tryghed

Kommissionens forslag med sigte på at skaffe trygge forhold på området blev ændret en hel del. Det var navnlig tilfældet for de bestemmelser, som omtaltes under punkterne b, d og e.

ad b) Hvor det drejede sig om at hindre en *sammenblanding af ledelsens egne interesser med pengeinstituttets*, fandt man for sparekassernes ved-

¹⁾ En fortegnelse over banker, som i 1914 havde stempelfrihed for kontrabøger, findes som underbilag 2 til folketingsudvalgets betænkning af 27. maj 1914 over forslaget til banklov, *Rigsdagstidende* 1913-14, tillæg B, spalte 2749-56.

kommende ingen tilslutning til kommissionens forslag om kassernes institutionelle opbygning.

Under rigsdagsbehandlingen nåede man hurtigt frem til, at ingen ny sparekasse skulle kunne stiftes medmindre en kreds på mindst 25 personer indtrådte som garanter, samt til at en sparekasses myndigheder skulle være generalforsamlingen, bestående af garantierne eller et udvalg af disse, samt bestyrelsen, bestående af et tilsynsråd og en direktion. Man nåede også frem til, at hvor der ingen garanter fandtes, måtte generalforsamlingens beføjelser henlægges til et organ, som mere eller mindre satte sparekassen under offentlighedens kontrol. I denne forbindelse drøftedes det at lade bestyrelsen vælge et repræsentantskab på 25 medlemmer, men det endte med, at man i disse sparekasser lod generalforsamlingens myndighed udøve af bestyrelsen, idet man samtidig bestemte, at tilsynsrådet skulle have mindst 7 medlemmer, hvoraf handelsministeren skulle udpege mindst 1 og godkende valget af de øvrige. Dermed var de såkaldte selvsupplerende kassers problem løst.

Under rigsdagsbehandlingen løsnedes nogle af de bånd, kommissionen havde lagt på sparekassernes bestyrelsesmedlemmers muligheder for at forene forskellige hverv. Man strøg således forslaget om, at et bestyrelsesmedlem ikke måtte indtage en lignende post i en bank eller et andet pengeinstitut, der modtog indskud til forrentning, og man ville ikke forhindre, at et bestyrelsesmedlem fungerede som regnskabsfører, bogholder eller kasserer. I mange af de mindre sparekasser udførte bestyrelsesmedlemmer sådanne funktioner ulønnet eller mod et meget ringe vederlag, og selv hvor indskudskapitalen nåede op på betragtelige summer, ønskede flertallet på rigsdagen ikke at lægge hindringer i vejen for den idealistiske, frivillige arbejdsydelse.

På rigsdagen fandt man det også for strengt at forbyde beslægtede i op- og nedstigende linie at være medlemmer af samme sparekasses bestyrelse. Man ville heller ikke forbyde bestyrelsesmedlemmer at låne i eller kautionere for lån i deres sparekasse. Blot skulle tilsynsrådet eller generalforsamlingen i hvert enkelt tilfælde give sit samtykke, medmindre det drejede sig om prioritetslån inden for 60 pct. af ejendomsskyldværdien. Bestyrelsesmedlemmerne fik heller ikke noget forbud imod at deltage i behandlingen af sager, som direkte eller indirekte angik dem selv. På rigsdagen mente flertallet, at disse meget strenge bestemmelser, som kommissionen havde foreslået, vanskeliggjorde hverdagen i specielt de mindre kasser i provinsen, og endelig lå det i luften, at lidt glæde skulle man da have af at påtage sig det arbejde og ansvar, som var forbundet med at gå ind i en sparekasses bestyrelse.

Kommissionens forslag til banklov fulgte som nævnt på en række punkter forslaget til sparekasselov, når det drejede sig om at hindre sammen-

blanding af ledelsens og pengeinstitutternes interesser. De tilpasninger, som rigsdagen her foretog af forslaget til sparekasselov, overførtes derfor på forslaget til banklov.

ad d) Bestemmelserne, som skulle skabe *sikkerhed for de indskudte midler*, ændredes mærkbart af rigsdagen.

For sparekasserne blev placeringsreglerne lidt lempeligere end foreslået, idet man opgav kravet om, at kautionslån normalt skulle være afviklet i løbet af 10 år, og forhøjede den andel af en sparekasses midler, som måtte anbringes i et enkelt pengeinstitut, nationalbanken undtagen, fra 5 til 10 pct.

Til gengæld strammedes kravene til en sparekasses egenkapital. I stedet for en reservefond på mellem 6 og 10 pct. af sparernes tilgodehavende krævede man en reservefond på 15 pct.

For bankernes vedkommende gik man den modsatte vej. Man indførte en placeringsregel, hvor man ingen havde haft, og lempede kravet til egenkapitalen.

Placeringsreglen gik ud på, at en banks kassebeholdning sammen med værdien af dens sikre, let sælgelige, ubelånte kreditmidler og andre værdipapirer skulle udgøre mindst 15 pct. af de gældsforpligtelser, som det måtte påhvile banken at betale på anfordring.

Kravet til en banks egenkapital nedsattes fra en syvendedel, d. v. s. godt 14 pct. af indlånskapitalen til 10 pct. af bankens samlede gældsforpligtelser.

ad e) Forslaget om *maksimalrente for indlån* i banker og sparekasser vakte en del diskussion på rigsdagen, som gradvis svækkede det for til slut at fjerne det helt fra loven.

På den ene side stod de personer og partier, som ønskede at begrænse konkurrencen imellem pengeinstitutterne og gerne så en rente, der bestemtes ud fra rimelighedshensyn. Til denne gruppe hørte bl. a. indenrigsminister Jens Jensen-Sønderup, der ved forelæggelsen af forslaget til sparekasselov den 13. november 1912 sagde: „Jeg gør opmærksom på, at jeg – og det samme gælder vel det flertal, der har foreslået det – ikke gør mig illusioner om, at et sådant bank- og sparekasseråd straks skulle være i stand til at beherske pengemarkedet i den grad, at de af dette råd fastsatte rentesatser, som jo kan fastsættes forskelligt, straks skulle blive fulgte, men jeg drister mig dog til at gå ud fra, at hvis et sådant bank- og sparekasseråd skulle få held til ved hver enkelt afgørelse, det træffer, at sætte en indlånsrente, der af den almindelige bevidsthed erkendes at svare til samtlige på pengemarkedet foreliggende forhold, vil det efterhånden indgå i den almindelige bevidsthed, at den af dette råd fastsatte rente for indlån

hverken bør eller i virkeligheden kan overskrides, og at man i alt væsentligt vil rette sig efter, hvad der i så henseende bliver fastsat, så at forholdet omsider, om end det vil tage åringer, vil blive det, at et sådant råds afgørelser bliver fulgt i den grad, at det vil tilvejebringe en betryggelse, som der efter min mening, navnlig når vi ser på de senere års udvikling, er al grund til at ønske¹⁾).

På den anden side stod de personer og partier, som henviste til det umulige og uhensigtsmæssige i at gribe ind i markedsmekanismen og ikke mindst i at gøre det på den foreslåede måde. De henviste til, at et lignende forslag fra den 1. sparekassekommission faldt i rigsdagen, hvor bl. a. den ældre Alberti bekæmpede det af al magt, ligesom et privat forslag (fra den yngre Alberti) i samlingen 1900-01 viste sig uigennemførligt²⁾. Og de præciserede ligesom et mindretal i kommissionsbetænkningen, at „penge er en international vare, hvis pris fastslås ved udbud og efterspørgsel“, at „konkurrencen på den ene eller anden måde nok skal vide at komme ud over vanskeligheder, der skabes ved lovregler af den foreslåede art“, at „det danske pengemarked i forhold til udlandets ikke vil kunne undgå, i alle tilfælde periodisk, at blive påvirket af en så ganske ukendt og uprøvet foranstaltning“, samt at det foreslåede sparekasse- og bankråd „i hele sin konstruktion og virksomhedsplan, navnlig da denne tager sigte på at fastsætte en rentefod forskellig for land og by, for art og virkemåde“ er „så tungt og uhandleligt, at mindretallet meget betvivler, at rådet overhovedet vil kunne virke i overensstemmelse med hensigten“³⁾.

Dette synspunkt blev støttet af fællesrepræsentationen for de danske sparekasser, som i en skrivelse af 14. november 1912 til regering og rigsdag⁴⁾ udtalte, at „man ikke skønner, at indførelsen af maksimalindlånsrenten i den foreslåede form, bortset fra de indvendinger, der i øvrigt kan rejses herimod, vil være til nogen gavn for sparekasserne“.

Resultatet blev, at landstingets flertal fulgte kommissionens mindretal og strøg maksimalindlånsrentebestemmelserne, hvilket indenrigsminister Jens Jensen-Sønderup accepterede, idet han dog håbede, at man senere kunne vende tilbage til noget i retning af en maksimalrente.

Da forslagene kom til behandling i rigsdagssamlingen 1913-14, var muligheden der. I folketingsudvalgets betænkning af 27. maj 1914 om forslaget til sparekasselov hedder det: „Fra flere sider har det været hævdet, at sparekasserne burde være eneberegtiget til at erholde stempelfrihed

¹⁾ *Landstingstidende* 1912-13, spalte 166.

²⁾ Se højremanden Ludvig Bramsens indlæg under landstingets 1. behandling af sparekasseloven den 20. november 1913, *Landstingstidende* 1912-13, spalte 236.

³⁾ *Rigsdagstidende* 1912-13, tillæg A, spalte 2802-2804.

⁴⁾ Optrøkt som bilag I til landstingsudvalgets betænkning af 11. april 1913 om forslaget til sparekasselov, *Rigsdagstidende* 1912-13, tillæg B, spalte 2247.

for kontrabøger, og hertil sigtende ændringsforslag har været fremsatte inden for udvalget. Efter stedfunden forhandling med det angående forslag til lov om banker nedsatte udvalg har forslagsstillerne imidlertid frafaldet dette krav under hensyn til, at der af et flertal inden for begge udvalg er opnået enighed om at foreslå, at hverken banker eller sparekasser må yde en højere indlånsrente for indskud på kontrabog end den, der højst kan opnås ved husmandskreditforeningernes obligationer af de åbne serier under hensyn til kursværdien¹⁾. Med andre ord: Der var indgået en politisk studehandel, hvorved sparekassernes eneret på stempelfrihed blev solgt for en maksimalindlånsrente.

Da forslagene til sparekasselov og banklov atter forelagdes for folketinget den 6. oktober 1914, havde handelsminister Hassing Jørgensen strøget bestemmelsen om maksimalrenten, dels fordi han ikke fandt, at det var nogen rationel ordning, man var kommet frem til, dels fordi han også havde „fået en stærk følelse af, at det for sparekasserne, for hvis skyld det blev vedtaget, i virkeligheden ingen interesse har“²⁾. Hassing Jørgensen udelukkede dog ikke, at maksimalrenteproblemet kunne tages op til fornyet behandling. Det blev det også. Da betænkningen fra folketingsudvalget om sparekasseloven forelå den 3. marts 1915, ser man den gamle studehandel genoptaget med den ene forskel, at sparekassernes eneret på stempelfrihed denne gang solgtes for en maksimalindlånsrente, som var baseret på den effektive rente af 4 pct. kreditforeningsobligationer i de åbne serier, der var optaget til notering på Københavns børs ultimo juni 1914³⁾.

Kompromiset vandt ikke genklang overalt i salen. Det menige radikale folketingsmedlem, Alfred Christensen, havde hellere end maksimalrenten set, at man havde imødekommet sparekasserne ved at gøre sparekassebogen hvid og bankbogen sort eller trykt tre kors og et dødningehoved på bankbogen⁴⁾, og handelsminister Hassing Jørgensen erklærede, at maksimalrentebestemmelsen „er en plet på loven. Men da også solen har pletter, skal jeg ikke heller modsætte mig dette ændringsforslag, om hvilket jeg har den mening, at det vel ikke udtrykker nogen som helst rationel tanke, men er et forsøg på en praktisk forholdsregel, der efter min opfattelse og forhåbning ikke vil komme til at gøre skade“⁵⁾. Som ordfører for højre gik Schovelin kraftigt imod maksimalindlånsrenten, men folketinget vedtog den alligevel. Med denne bestemmelse forelagdes forslagene for landstinget i samlingen 1915–16, hvor de fik en kort 1. behandling, inden sagen gik i stå.

1) *Rigsdagstidende* 1912–13, tillæg B, spalte 2761–62.

2) *Folketingstidende* 1914–15, spalte 41.

3) *Rigsdagstidende* 1914–15, tillæg B, spalte 723.

4) *Folketingstidende* 1914–15, spalte 3283.

5) *Folketingstidende* 1914–15, spalte 3297.

Den genoplivedes, da forslag til henholdsvis banklov og sparekasselov forelagdes landstinget den 14. februar 1919. I disse forslag var der intet om maksimalrente. Under udvalgsbehandlingen vendte nogle af landstingsmedlemmerne tilbage til ønsket om fiksering af indlånsrenten, men handelsminister Christopher Hage fik dem talt fra at stille ændringsforslag¹⁾, og herved blev det.

Sammenfatning

Med bankloven af 4. oktober 1919 og sparekasseloven af samme dato fik Danmark en vel gennemarbejdet lovgivning, der skærpede den offentlige kontrol med pengeinstitutterne og lagde visse rammer for deres virksomhed uden at gå så langt, som kommissionen af 1910 havde ønsket. Disse ønsker var til en vis grad præget af erfaringer fra 1907-08, og det var ganske naturligt, at de svækkedes, efterhånden som man kom på afstand af kriseårene.

¹⁾ Se betænkningen af 25. august 1919 fra landstingsudvalget om forslaget til sparekasselov, *Rigsdagstidende* 1918-19, tillæg B, spalte 4285.

Appendiks B

Bankloven af 1930

Baggrunden

Med de mange og store banksammenbrud i 1920'erne fulgte et krav om revision af bankloven. Det havde klart vist sig, at 1919-loven var utilstrækkelig, og den offentlige mening forlangte noget nyt og bedre i stedet. Men der var stor uenighed om, hvor langt man skulle gå. Denne uenighed bevirkede, at man i hver eneste rigsdagssamling fra og med 1923-24 til og med 1927-28 behandlede forslag til en ny banklov uden at blive færdige. Længst kom man i 1925-26, hvor ministeriet Stauning fik et forslag enstemmigt vedtaget af folketinget. Næste rigsdagsår tog man fat på landstingsbehandlingen, men kørte fast. Det gjorde man også i 1927-28, og så besluttede regeringen Madsen-Mygdal at begynde på en frisk. Den 9. juni 1928 nedsattes et sagkyndigt udvalg, som skulle gå problemerne igennem fra bunden af. Udvalgets formand var departementschef Johannes Dalhoff, handelsministeriet. Nationalbanken var repræsenteret ved direktør H. Green. Iøvrigt bestod udvalget af repræsentanter for handelsministeriet, bankinspektionen, pengeinstitutterne, erhvervsorganisationerne, samt – udpeget af handelsministeriet – professor Axel Nielsen. Udvalget afsluttede sit arbejde i december 1929, og den 15. januar 1930 forelagde handelsminister Hauge folketinget et forslag til lov om banker.

Udvalgsbetænkningen

Under gennemgangen af bankloven af 1919 foran i appendiks A sondredes imellem de bestemmelser, som tilstræbte ordnede forhold, og de bestemmelser, der tilstræbte trygge forhold. Denne sondring vil det være hensigtsmæssigt at opretholde.

For at skabe *orden* indførte 1919-loven et banktilsyn. Dette ønskede udvalget styrket gennem oprettelse af et *banknævn*. Banknævnet skulle ledes af bankinspektøren og derudover bestå af tre repræsentanter for de af bankloven omfattede pengeinstitutter. Den ene skulle udpeges af nationalbanken, den anden af de københavnske banker og den tredje af provinsbankerne. Nævnet skulle rådgive bankinspektøren i principielle spørgsmål.

For at skabe orden ønskede udvalget endvidere udtrykkelige *bestemmelser om, at nationalbanken omfattedes af bankloven*. Sådanne bestemmelser havde der ikke været i 1919-loven. Udvalget var dog klar over behovet for i visse tilfælde at give nationalbanken en særstilling. Derfor foreslog det, at handelsministeren bemyndigedes til at fritage nationalbanken for at opfylde banklovens krav, hvis disse kom i konflikt med oktrojens bestemmelser, eller andre særlige forhold gjorde sig gældende.

Under 1920'ernes forhandlinger om en ny banklov havde nationalbankens direktion energisk sat sig imod en bestemmelse af denne art, men uden større held. I udvalgsbetænkningen¹⁾ står Green da også alene med sin protest. Han henviser til nationalbankens skrivelse af 16. december 1927²⁾ til den kongelige bankkommissær. Heri siges for det første, at en bestemmelse som den foreslåede strider imod oktrojens ord om, at ingen befaling fra regeringen nogensinde – middelbart eller umiddelbart – skal indvirke i bankens, alene ved dens oktroj og reglement lovbundne bestyrelse. For det andet understreges det ejendommelige i, at nationalbanken ad dispensationsvejen skal opnå, hvad der er dens ret, og for det tredje erklærer direktionen sig villig til at foreslå bankbestyrelsen en ændring i nationalbankens reglement, som helt skulle overflødiggøre, at nationalbanken kom under bankloven. Men skal dette absolut ske, foreslår Green, at det sker gennem en bestemmelse som siger, at bankloven kun finder anvendelse på nationalbanken, hvor dette ikke måtte være i strid med oktrojen, og kun i det omfang, som handelsministeren efter forhandling med den forenede bankbestyrelse bestemmer.

I tilknytning til Greens mindretalsindstilling bringer betænkningen en udtalelse³⁾ fra Axel Nielsen, der ønsker en debat om nationalbankens stilling som leder af landets pengevæsen. Helst med det samme, og absolut ikke senere end i 1933, hvor drøftelserne om en ny oktroj skal begynde.

Endelig ønskede udvalget en koncessionsordning efter svensk og norsk mønster. *Koncessionsprincippet* indebar, at handelsministeren kunne nægte tilladelse til oprettelse af en bank, som nok opfyldte lovgivningens almindelige regler, men ikke skønnedes at være til gavn for samfundet. Der var dog ikke enstemmighed på dette punkt. Green og landbrugsrådets repræsentant gik imod.

For at skabe *tryghed* søgte 1919-loven bl. a. at hindre *bedragerier* ved bestemmelser om bankernes regnskab og revision. Disse bestemmelser foreslog udvalget på forskellig vis skærpet.

Endvidere havde 1919-loven gennemført regler, som skulle hindre *sam-*

¹⁾ Optrykt i *Rigsdagstidende* 1929–30, tillæg A, spalte 4525–4656.

²⁾ Optrykt i *Rigsdagstidende* 1929–30, tillæg A, spalte 4527–4530.

³⁾ Optrykt i *Rigsdagstidende* 1929–30, tillæg A, spalte 4529–4532.

menblanding af ledelsens private interesser med pengeinstituttets. Disse regler foresloges væsentligt skærpet. Der ønskedes forbud imod, at en banks direktører, filialbestyrere og andre funktionærer deltog i spekulationsforretninger.

Det skulle ligeledes forbydes en direktør eller en filialbestyrer i en bank at deltage i anden erhvervsvirksomhed. Der foresloges dog en undtagelse, for direktører i banker, hvis aktiekapital var under 500.000 kr., og bestyrere i filialer, hvis balance var under 5 mill. kr., såfremt to tredjedele af bankens bestyrelse af hensyn til bankens tarv gav samtykke.

Desuden ønskedes en bestemmelse om, at bestyrelsesmedlemmer, direktører eller andre funktionærer, som på en banks vegne førte tilsyn med en virksomhed, fik deres eventuelle honorarer fastsat af bankens bestyrelse. De skulle være helt uafhængige af de virksomheder, der var under tilsyn.

For at *øge sikkerheden for de indskudte midler* foreslog udvalget en skærpelse af kravene til bankernes egenkapital, en stramning af bestemmelserne om deres likviditet og en begrænsning af det omfang, hvori en bank måtte engagere sig med en enkelt kunde.

Kravene til egenkapitalen søgtes øget gennem forslag om tre nye bestemmelser. Den ene forlangte en aktiekapital på mindst 400.000. Den anden krævede henlæggelser til reservefondet i banker, hvor egenkapitalen var mindre end 15 pct. af de samlede gælds- og garantiforpligtelser. Den tredje forbød en bank at påtage sig garantiforpligtelser, der ikke var sikrede på nærmere angiven måde, udover 75 pct. af egenkapitalen.

Stramningen af likviditetskravene søgtes gennemført ved at erstatte 1919-lovens ene begrænsning med hele tre. Efter 1919-loven krævedes, at kassebeholdningen med tillæg af sikre, let sælgelige værdipapirer og kreditmidler skulle udgøre mindst 15 pct. af bankens anfordringsforpligtelser. Udvalget foreslog som likviditetsregel nr. 1, at 1919-lovens regel udvidedes, således at der kunne medregnes lidt flere aktiver til kassebeholdninger, samtidig med at 15 pct. kravet skulle dække både anfordringsforpligtelser og forpligtelser på mindre end en måned. Likviditetsregel nr. 2 skulle kræve, at kassebeholdningen med de ovenfor anførte tillæg skulle udgøre mindst 10 pct. af bankens samlede gælds- og garantiforpligtelser. Endelig skulle likviditetsregel nr. 3 forlange, at kassebeholdningen alene skulle udgøre 1, 2 eller 3 pct. af bankens gældsforpligtelser. 1 pct. forlangtes af banker med mindre end 5 mill. kr. i aktiekapital, og 3 pct. af banker med en aktiekapital på mere end 20 mill. kr.

For at mindske bankens afhængighed af en enkelt kunde foreslog udvalget en bestemmelse, hvorefter ingen bank måtte engagere sig med en enkelt kunde for et beløb der lå udover 35 pct. af bankens egenkapital. Hvis alle bankens direktører og mindst to tredjedele af bestyrelsen var enige derom, og beslutningen indberettedes til bankinspektøren, kunne

man dog gå helt op til 50 pct. Ved beregningen af engagementets størrelse kunne der ses bort fra visse præcist angivne krav (f. eks. krav sikret ved statsgaranti), som måtte anses for uomtvisteligt sikre. Desuden foreslog udvalget, at der tillige skulle kunne ses bort fra krav, som bankinspektøren på forespørgsel erklærede for uomtvisteligt sikre.

Denne bestemmelse mødte i udvalget modstand hos Green, som dels ikke kunne lide, at afgørelser, der vedrørte bankmæssige dispositioner, flyttedes fra bankens ledelse til det offentliges repræsentant, dels var modstander af maksimalgrænser for engagementer.

Rigsdagsbehandlingen

Det var nogle ganske rutinerede ordførere, som behandlede banklovforslaget. Med få undtagelser havde de været stoffet mange gange igennem. Derfor kunne de virkelig deres ting, og derfor holdt debatten sig på et temmelig højt niveau. Det var imidlertid også nogle trætte ordførere. De havde ingen lyst til at se forslaget dukke op i endnu en rigsdagssamling, og bankernes organisationer pressede på for at få en afgørelse. Ved lidt god vilje fra alle sider lykkedes det at få vedtaget en ny banklov. Loven stadfæstedes den 15. april 1930.

Udvalgsforslaget ændredes dog på en række punkter. Der blev ikke meget tilbage af de bestemmelser, som skulle skaffe større *orden*. Handelsministeren havde meget svært ved at forklare, hvad *banknævnet* egentlig skulle bestille, hvilket foranledigede landstinget til at fjerne dette fra forslaget¹).

Heller ikke *koncessionsprincippet* kunne han begrunde tilstrækkeligt. Hårdt presset fremførte han, at udenlandske interesser kunne søge at etablere en bank for at gøre indhug i dansk erhvervsliv²). Denne begrundelse fandt venstre, konservative og radikale for tynd, så koncessionsprincippet forsvandt ud af lovforslaget med folketingsudvalgets betænkning af 25. februar 1930³).

Derimod bevaredes forslaget om, at *nationalbanken* skulle *underlægges bankloven*. I folketinget blev Greens ønske om en anden formulering af lovforslagets § 22 støttet af den konservative ordfører C. J. F. Sven, men ikke særlig varmt og absolut uden held. Handelsminister Hauge sagde under folketingets 1. behandling, at „nationalbanken fornuftigvis ikke kan stille sig eller blive stillet på det standpunkt, at den ene af alle banker her

¹) *Rigsdagstidende* 1929-30, tillæg B, spalte 2590.

²) *Folketingstidende* 1929-30, spalte 4582.

³) *Rigsdagstidende* 1929-30, tillæg B, spalte 748.

i landet er udenfor enhver art af kontrol. Det er urimeligt at ville hævde dette, men selvfølgelig må kontrollen overfor nationalbanken lempes på visse måder“¹⁾). På tinge delte man stort set denne opfattelse og afviste det konservative ændringsforslag, som fulgte Greens mindretalsindstilling.

Axel Nielsens ønske om en debat om nationalbankens opgaver som centralbank fandt man det praktisk at udskyde til senere²⁾).

Bestemmelserne med sigte på *tryghed* gik forholdsvis nemt igennem rigsdagen. Forslagene, som skulle hindre *bedragerier*, og forslagene, som skulle *hindre sammenblanding af ledelsens interesser med pengeinstituttets* blev praktisk taget ikke ændrede. Det skal dog nævnes, at man strammede reglerne om honorar til personer, som på en banks vegne førte tilsyn med en virksomhed. Udvalget havde ønsket at sådanne honorarer skulle fastsættes af banken. Folketinget ændrede det til, at honorarerne skulle udredes af banken³⁾).

Bestemmelserne som skulle øge *sikkerheden for de indskudte midler* ændredes lidt mere.

Fra venstres, konservatives og radikales side var man betænkelige ved kravet om en aktiekapital på 400.000 kr. Det kunne vanskeliggøre oprettelsen af banker i afsides områder, hvor man kunne have behov for et lokalt pengeinstitut. Dette ønske måtte afvejes imod ønsket om øget egenkapital. Resultatet blev et kompromis om 300.000 kr. som mindstekrav. De konservative og en venstremand kunne dog ikke tiltræde forliget og fastholdt et ønske om 200.000 kr.⁴⁾ De øvrige krav til egenkapitalen ændredes ikke.

Likviditetsbestemmelserne mødte heller ikke modstand.

Begrænsningerne af bankernes muligheder for at engagere sig med en enkelt kunde gav anledning til en del debat. Navnlig de konservative hævdede, at det afgørende ikke kunne være et låns størrelse men dets sikkerhed og de var som Green betænkelige ved at flytte en bankmæssig afgørelse over til det offentliges repræsentant. Men da det blev sat ind i loven, at udlån til andelsmejerier og andelsslagterier med solidarisk ansvar måtte anses for uomtvisteligt sikre, var venstremændene og de radikale tilfredse, hvorefter de konservative blev stemt ned⁵⁾).

¹⁾ Folketingstidende 1929-30, spalte 4590.

²⁾ Folketingstidende 1929-30, spalte 5524.

³⁾ Rigsdagstidende 1929-30, tillæg B, spalte 752.

⁴⁾ Rigsdagstidende 1929-30, tillæg B, spalte 748-749.

⁵⁾ Folketingstidende 1929-30, spalte 5524-5542.

Sammenfatning

Under indtryk af de mange og store banksammenbrud i 1920'erne fik Danmark den 15. april 1930 en ny banklov, som øgede kravene til regnskab og revision, forbød direktører og funktionærer i bankerne at deltage i spekulationsforretninger og begrænsede deres muligheder for anden erhvervsvirksomhed. Kravene til bankernes egenkapital øgedes. Likviditetsbestemmelserne blev noget strengere, og der sættes grænser for, hvor meget en bank måtte engagere sig med en enkelt stor kunde.

1. De økonomiske hovedproblemer i 1930'erne

Verdenskrisens konsekvenser

Verdenskrisen skabte i Danmark som i andre lande store økonomiske og politiske problemer. Belastningen var så hård, at spændingen mellem landbrug og byerhverv skabte en radikaliserings af de politiske standpunkter, som holdt sig, selv efter de værste virkninger af krisen var overstået.

I første omgang indtraf en forbedring af bytteforholdet, fordi råvarepriserne faldt først; men snart begyndte afsætningsvanskelighederne for landbrugsvarerne, og priserne på smør og flæsk faldt katastrofalt, i alt med henholdsvis ca. 35 pct. og ca. 50 pct. fra 1929-30 til 1932.

Bruttoinvesteringerne faldt med omkring 25 pct. i samme periode, hvilket især gik ud over beskæftigelsen i byerhvervene.

Valutareserverne gik hurtigt mod nulpunktet, og da mulighederne for at låne i udlandet var ganske ubetydelige, måtte man søge at gennemføre en tilpasning af økonomien under yderst ugunstige vilkår ved anvendelse af nye økonomisk-politiske midler. Det er intet under, at de forsøg, der blev gjort, kan forekomme famlende set med eftertidens øjne; men man nåede i virkeligheden ret hurtigt frem til de indgreb, der i den givne situation bedst kunne hjælpe: valutakontrol og devaluering, mens andre indgreb – herunder navnlig gældssanering, rentesækning, særlige prisstøtteordninger o. s. v. – næppe havde betydning i forhold til den diskussion, de vakte.

De politiske beslutninger, der skulle træffes, blev hæmmet af, at den socialdemokratiske-radikale regering nok havde flertal i folketinget, men ikke i landstinget. Det store mandattab for venstre ved folketingsvalget i oktober 1935 styrkede regeringens position væsentligt, men det var først landstingsvalget i september 1936, der gav regeringen flertal i begge ting¹⁾.

Nationalbankens ledelse var næppe på højde med tidligere perioders. Rosenkrantz og Schrøder var utvivlsomt omhyggelige og indsigtfulde – Schrøder var afgjort den betydeligste personlighed – men formåede ikke at skabe et gnidningsfrit internt samarbejde, hvilket var medvirkende til at vanskeliggøre forholdet til regeringen.

Når det kom til stykket, nåede man nok frem til rimelige afgørelser, men der var vidtgående uenighed inden for direktionen, i særdeleshed mel-

¹⁾ Flertallet fremkom efter en lodtrækning i Rønne mellem en kandidat fra venstre og socialdemokratiet.

lem Lindberg og de øvrige¹⁾. Lindbergs afvigende standpunkter er klart og skarpt begrundede i direktionsprotokollen. For en eftertidsvurdering har han ofte gennemskuet problemerne bedst – dog med tendens til at gå til yderligheder og stærkt præget af kvantitetsteoretiske synspunkter – men hans evne til at samarbejde har næppe været den bedste, hvilket tillige blev en belastning for forholdet til formand og repræsentantskab.

Over for regeringen – den kgl. bankkommissær – var der ofte gnidninger af mere smålig karakter. Det kunne dreje sig om gavesager, udbetaling af overskud til staten o. l.; men det var efter alt at dømme forholdet mellem regeringen og repræsentantskabets ledelse, der var anspændt. Som regel gik forhandlingerne mellem regering og direktion uden vanskeligheder, og fra midten af 1932 bedredes relationerne. Det blev ikke mindst klart, da Bramsnæs i maj 1933 trak sig tilbage som finansminister for at blive direktør i nationalbanken. Hans demission stod i forbindelse med devalueringen i januar 1933, som han var stærk modstander af. I nationalbanken kom han bl. a. til at arbejde med den ændring af nationalbankloven, som blev gennemført i 1936. Ved ændringen var det navnlig repræsentantskabets stilling, der blev svækket, hvorimod forholdet mellem regering og direktion ikke blev ændret nævneværdigt.

Både for landbruget og byerhvervene bestod der et fundamentalt omstillingsproblem og et marginalt tilpasningsproblem. Det første drejede sig om at begrænse produktionen til de mest effektive virksomheder i landbruget og at overføre ressourcer til byerhvervene for her at udvikle ny eksportindustri samt importkonkurrerende produktion.

Det marginale tilpasningsproblem bestod navnlig i hvilken udvælgelsesmekanisme, man skulle benytte og hvilket tempo, man ville tillade. Det blev rent konkret et spørgsmål om antallet af tvangsauktioner i landbruget og antallet af arbejdsløse i byerne.

Når de store perspektiver skulle trækkes frem i den politiske debat, kredsede statsminister Stauning om planøkonomiske løsninger²⁾ og inspiration fra det russiske produktionssystem, hvor der ikke var arbejdsløshed, mens oppositionen og især venstre svor til den liberalistiske tankegang at lade markedsmekanismen være afgørende.

I praksis var divergenserne ikke så skarpe, og i det såkaldte kanslergade-forlig mellem regeringen og venstre i januar 1933 indgik således devaluering af kronen, forlængelse af de gældende overenskomster ved lov, vedtagelse af socialreformen, statsstøtte til boligbyggeriet og gennemførelse af en konvertering for at lette betjeningen af landbrugets gældsbyrde.

¹⁾ Kun én gang kom det offentligt frem, nemlig da Lindberg i maj 1931 protesterede mod forhøjelse af direktørernes løn.

²⁾ Det gælder således Staunings tanker med det økonomiske råd, der var nedsat i december 1931, jfr. udtalelser til Politiken den 1. januar 1932.

Det er vanskeligt at finde entydigt materiale til belysning af den drastiske nedgang i landbrugets indtjening. Philip¹⁾ angiver, at medhjælpere og selvstændige i byerhvervene havde en nedgang i den skattepligtige indkomst på henholdsvis godt 10 og ca. 20 pct. fra 1930 til 1932, mens tallene for landbruget varierer fra 40 til 65 pct. En undersøgelse af Jørgen Pedersen²⁾ viser et fald på ca. 65 pct., fra knap 600 mill. kr. til knap 200 mill. kr. Bjerke og Ussing³⁾ angiver et fald i landbrugets nettofaktorindkomst på ca. 200 mill. kr. fra 941 mill. kr. i 1930 til 721 mill. kr. i 1932 eller godt 20 pct. mod et fald på kun 7 pct. for de øvrige erhverv.

Under alle omstændigheder var nedgangen for landbruget mere alvorlig end i byerhvervene, og antallet af tvangsauktioner i landbruget steg fra godt 300 i 1930 til godt 2.000 i 1932.

Landbrugets og dermed venstres krav gik følgelig ud på en forhøjelse af priserne på landbrugets produkter dels ved særlige hjemmemarkedsordninger, hvor man krævede i det mindste produktionsprisen, dels ved det stadige krav om devaluering af kronen. På omkostningsfronten gik ønskerne i retning af at reducere rentebyrden ved en almindelig konvertering af landbrugets gæld samt en reduktion af arbejdslønnen. Endelig ønskedes ejendomsskatterne lempet eller afskaffet.

Baggrunden for ønsket om konverteringen, der spillede en så dominerende rolle i 1930'ernes debat, var, at den samlede gældsbetjening for landbruget – d. v. s. renter og afdrag – kan skønnes at have andraget ca. 200–250 mill. kr. årligt⁴⁾, hvilket er et betragteligt beløb, når det sammenlignes med de ovenfor anførte tal for skattepligtig indkomst og nettofaktorindkomst.

Venstre var noget forsigtigere med at kræve et fald i lønnen. Der blev som regel talt om tilpasning, hvor det var underforstået, at også arbejdslønnen og de sociale ydelser måtte nedskæres, når landbrugets indkomster gik ned. Efterhånden fik kravet om tilpasning et mere specielt sigte på baggrund af den afvandring fra landbruget, der gjorde sig gældende i midten af 1930'erne⁵⁾. Med kravet om „en ligelig økonomisk politik, der standser flugten fra land til by“⁶⁾, skærpedes også kravet om en nedskæ-

¹⁾ K. Philip, En fremstilling og analyse af den danske kriselovgivning 1931–38, København 1939, side 15–16.

²⁾ J. Pedersen, Indtægtssvingningerne i landbruget i perioden 1922–36 og deres indflydelse på andre erhverv, København 1938, side 18.

³⁾ K. Bjerke og N. Ussing, Studier over Danmarks nationalprodukt 1870–1950, København 1958, tabel II, side 145.

⁴⁾ K. Philip, anf. skr., side 21.

⁵⁾ En tælling viste, at antallet af helårsarbejdere faldt med omkring 10.000 eller 5 pct. fra 1934 til 1935. En specialundersøgelse i efteråret 1935 viste et udækket behov i landbruget for fremmed arbejdskraft på knap 25.000 arbejdere.

⁶⁾ Venstres manifest vedtaget på landsmødet i august 1935.

ring af arbejdsløshedsunderstøttelsen med henvisning til landbrugets mangel på arbejdskraft. Venstre stemte adskillige gange imod forhøjelse af de sociale ydelser og foreslog så sent som i 1939, at man skulle standse understøttelse til ugifte arbejdsløse.

Ideen om tilpasning gennem nedskæring af løn og sociale ydelser blev klart afvist af regeringen som usocial, fordi denne form for tilpasning ikke sikrer, som Stauning udtalte i en folketingsdebat med Madsen-Mygdal i 1932, „at de arbejdere, der finder sig i 33 eller 15 pct. lønnedsættelse, får den tilsvarende nedsættelse i deres husleje og deres indkøb af beklædnings- og andre artikler, som er nødvendige for dem. . . at handelsavancen går ned, at renten til kapitalen går ned, og at husejerne sætter deres huslejer og andre afgifter ned, ingenlunde“¹⁾.

Det var vel navnlig på denne baggrund, at regeringen søgte at lægge vægten over på konverteringen for at søge et kompromis, der kunne være politisk acceptabelt for begge parter.

Det var ikke alene partiet venstre, der stod som landbrugets repræsentant. Der var allerede i sommeren 1931 dannet Landbrugernes Sammenlutning, L. S., eller randersbevægelsen, som den også kaldtes i begyndelsen²⁾. Ved sin propaganda for anvendelse af langt kraftigere midler voldte L. S. venstre store vanskeligheder.

L.S. gik således ind for på stedet at hindre tvangsauktioner, at tvangs-nedsætte renten ved resolutioner i de enkelte kreditforeninger, at nægte at aflevere den indtjente valuta for derved at gennemtvinge en devaluering og at gennemføre en produktionsstrejke for derved at gennemtvinge højere priser på landbrugets produkter. L.S. stod bag bondetoget i sommeren 1935, hvor 40.000 landmænd drog til København for at aflevere en resolution til kongen. Bondetoget blev vel modtaget af københavnernes og fik foretræde både for kongen og de ledende politikere, men vandt ringe politisk gehør for sine krav.

L.S. proklamerede så valutastrejke. Valutastrejken blev en fiasko, og L.S.' betydning som pressionsgruppe ebbede ud.

Det må tilføjes, at dele af L.S., der havde ret stor tilslutning i Sønderjylland, flirtede med nazismen.

I byerhvervene var det dominerende træk den betydelige arbejdsløshed, der i vintermånederne ofte lå på omkring 200.000 personer. I sådanne perioder kunne krisen siges at omfatte 250.000 landmænd og 200.000 arbejdere. Med familier var det da over 1,5 million af den samlede befolkning på ca. 3,5 millioner, der direkte blev berørt af krisen.

Den store arbejdsløshed førte vel til nogen social uro, men ikke i nævne-

¹⁾ Folketingstidende 1931/32, sp. 4807.

²⁾ I april 1934 bryder tre venstremænd med stærk L.S.-tilknytning med folketingsgruppen og danner „de uafhængige“, senere Det frie Folkeparti.

værdig grad til en politisk radikaliserings. Under indtryk af den høje arbejdsløshed i andre vestlige lande anså man arbejdsløsheden for et onde, som landet ikke selv kunne befri sig for.

Den ordinære arbejdsløshedsunderstøttelse svarede til omkring 40 pct. af arbejdsindtægten¹⁾. Når den ordinære understøttelse og en eventuel understøttelse fra fortsættelseskassen var brugt op, var den arbejdsløse henvist til hjælpe-kassen, og det var denne hjælp, der krævedes udbygget ved ekstraordinære statstilskud. Denne krisehjælp fra statens side var et stadig tilbagevendende politisk stridspunkt.

Sideløbende med det politiske tovtæk om krisehjælpen til de hårdest ramte arbejdsløse stod man over for arbejdsgivernes stadige krav om generelle lønned-sættelser på op til 20 pct. og modstand mod nedsættelse af arbejdstiden.

Foruden det politiske krav om bedre understøttelse for de arbejdsløse, kom valutareguleringen hurtigt ind i centrum for diskussionen mellem regering og opposition.

Valutarationeringen blev først indført som en ren defensiv foranstaltning, men efterhånden begyndte man at anvende tildeling af valuta i handelspolitisk og beskæftigelsespolitisk øjemed. Landbruget måtte først og fremmest ønske, at der blev tildelt valuta til indkøb af varer, som eksportlandet gerne ville af med – som regel færdigvarer – fordi der så kunne eksporteres flere landbrugsvarer. Ved større import ville priserne og avancerne hos de hjemlige producenter blive holdt nede. Beskæftigelsesmæssige hensyn kunne derimod tale for, at man i særdeleshed importerede råvarer, mens den hjemlige industri blev beskyttet.

I en situation med ledig kapacitet skulle de to hensyn ikke nødvendigvis komme i konflikt, men det er en kendsgerning, at valutalo-ven var et af de centrale politiske stridspunkter, hvor oppositionen principielt ønskede valutarationeringen afskaffet, hvorimod regeringen holdt på, at den var en handelspolitisk og beskæftigelsespolitisk nødvendighed²⁾.

Valuta- og pengepolitikken kom således til at stå i centrum, hvorimod

¹⁾ Dagpenge udgjorde maksimalt $\frac{2}{3}$ af lønnen og blev kun ydet i mellem halvdelen og $\frac{2}{3}$ af arbejdsløshedsdagene. Længden af den arbejdsløshedsperiode, der omfattedes af den ordinære understøttelse, varierede meget fra den ene arbejdsløshedskasse til den anden ligesom muligheden for understøttelse fra fortsættelseskasse. Fortsættelseskassen kunne højst yde $\frac{2}{3}$ af den ordinære understøttelse.

²⁾ Samspillet mellem de valutariske, handelspolitiske og beskæftigelsesmæssige hensyn fremhæves stærkt af det i maj 1937 nedsatte administrative udvalg (departementschef H. Jespersen formand) angående valutalo-vens revision. Til belysning af valutalo-vens beskæftigelsesmæssige virkninger anfører udvalget, at antallet af beskæftigede arbejdere i de importkonkurrerende industrier er steget fra 38.000 i 1931 til 60.000 i 1936 eller med ca. 60 pct., mens der i de øvrige industrier var en stigning fra 79.000 til 95.000 eller på ca. 20 pct.

finanspolitikken knap nok blev diskuteret. Valutapolitikken drejede sig navnlig om kronekursen og principperne for rationeringen. Pengepolitikken kom især til at dreje sig om konverteringsforsøget 1933-35, der er et af de interessanteste pengepolitiske eksperimenter, der er foretaget herhjemme. Selv om det slog fejl, er det vel værd at fordybe sig i de forskellige faser af forsøget.

Debatten om valuta- og pengepolitikken begyndte for alvor i bunden af depressionen i 1932. I de efterfølgende år skete der en gradvis og ret jævn produktionsforøgelse, og efterhånden gled navnlig pengepolitikken i baggrunden i den offentlige debat.

Det hører med til billedet af 1930'erne at danne sig et indtryk af, i hvilken grad den økonomiske bevægelsesfrihed var stækket af udenrigshandelen.

I tabel 1.1 er med * angivet de perioder, hvor der blev foretaget væsentlige ændringer i den økonomiske politik.

Det begynder med kreditstramningen i september 1931 og valutarationeringen i november samme år i en periode med et stort underskud på handelsbalancen og fald i valutareserven.

Tabel 1.1 Handelsbalancen og nationalbankens valutastilling 1930-39

			Underskud på handelsbalancen	Nationalbankens valuta- stilling ultimo
			mill. kr.	mill. kr.
1930	1. halvår		63	75
-	2. -		50	99
1931	1. -		42	58
-	2. -		94*	15
1932	1. -		41	2
-	2. -		- 31	- 4
1933	1. -		3*	15
-	2. -		54	- 41
1934	1. -		35	- 94
-	2. -		89	- 97
1935	1. -		37*	-129
-	2. -		26	- 94
1936	1. -		18	- 30
-	2. -		89	- 56
1937	1. -		99*	- 23
-	2. -		6	59
1938	1. -		40	89
-	2. -		50	131
1939	1. -		50	107
-	2. -		112	- 23

Statistiske Efterretninger og bilagstabel XIV.

Dernæst rettes handelsbalancen op ved en hårdhændet importbegrænsning og nedgang i aktivitetsniveauet i 1932. I januar 1933 tør man efter devalueringen vove at begynde en hjemlig ekspansion, til trods for at valutareserven er meget lille.

Underskuddet på handelsbalancen vokser kraftigt i 1934, og valutareserven bliver negativ som følge af, at det bliver nødvendigt at udnytte kortfristede valutakreditter, jfr. bilagstabel X, 2 og 3. I begyndelsen af 1935 slår man om. Konverteringen opgives, og valutarationeringen skærpes, bl. a. over for byggeriet.

Atter indtræffer der en forbedring både på handelsbalancen og i valutastillingen, men i 1936 forværres situationen igen især som følge af en forringelse af bytteforholdet, og valutarationeringen må skærpes i begyndelsen af 1937. Først herefter går det tåleligt indtil krigsudbruddet.

Det er vanskeligere at give et indtryk af den omstillingsproces, der faktisk blev gennemført, men det er bemærkelsesværdigt, at landbrugseksporten i 1938 lå på samme niveau som i 1930, mens industrieksporten var steget med knap 40 pct. Reallønnen i industri og håndværk var i samme periode faldet svagt, således at det på trods af en stigning i beskæftigelsen må antages, at de selvstændige i byerhvervene som helhed fik en forøgelse af deres indkomster.

Den tilpasning, der krævedes, ses måske klarest ved at sammenligne betalingsbalancens løbende poster med arbejdsløsheden.

	Betalingsbalancens løbende poster	Gennemsnitlig arbejdsløshed
	mill. kr.	pct.
1930-31	-139	16
1932-33	18	30
1934-35	6	21
1936-37	115	21
1937-39	199	20

K. Bjerke og N. Ussing, Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950, København 1958, tabel VI, side 153 samt Statistisk Årbog.

Den store arbejdsløshed kom samtidig med nødvendigheden af at foretage en drastisk forbedring af betalingsbalancen. I resten af perioden gennemførtes denne forbedring med en nogenlunde konstant arbejdsløshedsprocent, men dog således at tilgangen til arbejdsmarkedet stort set kunne finde beskæftigelse.

2. England går fra guldet. Usikkerhed om målsætningen for valuta- og pengepolitikken

Pres på valutareserven

Det gunstige bytteforhold i begyndelsen af verdenskrisen medførte en letelse af betalingsbalancen, og pengepolitikken kunne derfor lempes i 1930. Diskontoen blev sænket i marts, maj og november 1930 fra 5 pct. til $3\frac{1}{2}$ pct. Ved den sidste indførtes tillige notering af to udlånssatser på henholdsvis $\frac{1}{2}$ og 1 pct. over diskontoen. Genbelåning af byggelån falder ind under den laveste sats sammen med børsnoterede obligationer, og der føres i nationalbanken forhandlinger med bankerne for at få en effektiv sænkning af bankernes udlånsrente. Nationalbanken tilbyder til gengæld at diskontere hovedbankernes banksolaveksler til almindelig diskonto. Det blev i øvrigt tilkendegivet, at nationalbanken foretrak, at bankerne benyttede rediskontering af veksler fremfor andre låneformer.

I løbet af foråret og sommeren 1931 forringes vilkårene i udenrigshandelen betydeligt, og man drøfter i begyndelsen af september en forhøjelse af diskontoen for at modvirke det fald i valutareserverne, der bl. a. er forårsaget af, at udlandet trækker tilgodehavender hjem fra Danmark. Der gennemføres en diskontoforhøjelse på 1 pct. den 5. september til trods for, at finansminister Bramsnæs ønsker forhøjelsen udskudt af frygt for reaktionen på børsen.

Meddelelsen søndag den 20. september om, at England havde suspenderet guldindløseligheden gældende fra mandag den 21., kom således på et tidspunkt, hvor nationalbankens valutareserve var under pres. Englands beslutning kom fuldstændig bag på både regering og nationalbank ligesom på økonomer og politikere i andre lande.

Dette betyder imidlertid ikke, at man manglede evnen til at gennemskue det dilemma, man stod overfor. Det var jo ikke engang fem år siden, guldfoden var blevet genoprettet. Når dispositionerne i den første uge – og for den sags skyld også senere – forekommer usikre og famlende, skyldes det først og fremmest, at der ikke var enighed i regeringen, idet Bramsnæs var stærk modstander af en devaluering og søgte at forsvare kronens internationale værdi ved at kæde den sammen med spørgsmålet om nationalbankens uafhængighed. På en måde kan man sige, at han forsøgte at afstive en usikker ledelse i nationalbanken.

Fastlæggelse af kurspolitikken

Statsminister Stauning havde i og for sig en meget præcis fornemmelse af det reelle problem, idet han i et interview den 23. september kommenterer, hvorvidt forbudet mod udførsel af guld kan betragtes som et skridt på vej mod ophævelse af guldindløseligheden, med udtalelsen: „Egentlig var det underligt, hvis Danmark skulle være det første land efter England, som svigtede guldindløseligheden. Vi hører da ikke til de dårligst stillede nationer. Men derfor tør jeg ikke benægte, at situationen kan udvikle sig sådan, at vi må gøre det“¹⁾.

Politiken går straks ind for, at kronen skal følge sterling og skriver i lederen den 22. september: „Som en ganske naturlig følge af vor store afhængighed af England som kunde og leverandør har dansk pengepolitik klassiske linie været en slavisk følgen-efter England. ... Bivognen skal huske på, at den *er* bivogn, og skal ikke forsøge at køre alene“.

Socialdemokraten støtter derimod Bramsnæs' linie, idet en leder den 26. september fremhæver, at en kronenedskæring nok vil hjælpe landbruget og formentlig også beskæftigelsen, men den vil skade reallønnen, fordi prisstigninger vil løbe forud for lønstigninger. Dette er klart udtryk for Bramsnæs' indstilling. Dagen efter hedder det i en leder: „Linien er angivet. I samfundets interesse har nationalbanken bragt kraftige midler i anvendelse for at værne den danske krone, og der er enighed i hele regeringen om at bifalde disse foranstaltninger“.

Bag kulisserne stod Bramsnæs imidlertid næsten ene med det standpunkt, at en yderligere deflation kunne accepteres.

Den umiddelbare reaktion på meddelelsen fra London var, at der søndag aften blev afholdt et møde hos Rosenkrantz, hvor finansministeren og handelsminister Hauge, der var kgl. bankkommissær, deltog sammen med nationalbankens og hovedbankernes direktioner. Man enedes om, at børsen skulle holdes lukket indtil videre. Det henstilledes, at banker og vekselerere undlod at anvende valuta til tilbagekøb af danske obligationer fra udlandet. Endelig suspenderedes valutannoteringen.

Den 22. september afholdtes møde mellem handelsministeren, finansministeren og bankens direktion, hvor banken gjorde opmærksom på det store guldudtræk og vanskeligheden ved at opretholde guldpariteten. Der fremsættes ikke under disse forhandlinger ønsker fra nationalbankens side, men regeringen beslutter uden at drøfte det med banken at forbyde udførsel af guld. Dette var et halvt skridt, idet publikum fortsatte med at veksle sedler til guld²⁾.

¹⁾ Berlingske Tidende 23. september 1931.

²⁾ I alt blev der vekslet for 7,5 mill. kr. i tiden 21.-29. september. Tempoet hæmmes ved overordentlig langsom ekspedition.

Den 23. september genoptoges kursnotering for sterling, men nationalbanken tilkendegav, at den ikke forpligtede sig til at sælge valuta til den noterede kurs. Sterling blev fastsat til 17,50, mens pari var 18,16, og noteringen den 19. september havde været 18,18. De øvrige kurser var rent nominelle med fastholdelse af noteringen fra den 19. september. Også dette var et halvt skridt. Man fulgte hverken sterling eller dollar. Hvis dollaren skulle følges, måtte man have noteret sterling i ca. 15,30¹⁾.

Endelig den 24. september enes direktionen om et forslag, og der afholdes et langvarigt aftenmøde hos Rosenkrantz med deltagelse af handelsministeren, finansministeren, direktionen, formanden for repræsentantskabet, højesteretssagfører Knudtzon, som deltog meget aktivt i forhandlingerne, professor Axel Nielsen og redaktør Thalbitzer.

Direktionen var enig om at anmode regeringen om 1) lempelse af seddel-dækningsreglerne, således at man vendte tilbage til 1919-reglerne, jfr. side 110 – herved kunne guld frigøres til valutatransaktioner, uden at afgiften til staten steg, 2) fritagelse for guldindløsning for at undgå hamstring af guld og 3) optagelse af et stats- eller statsgaranteret lån i udlandet til styrkelse af valutareserven. Endelig ønskede man klarhed over, hvilken kurspolitik regeringen ville følge.

Det er let forståeligt, at nationalbankens direktion med den stærke uro i landbrugskredse ikke ønskede at have ansvaret for kurspolitikken.

Bramsnæs, der førte ordet i de langvarige forhandlinger, udtalte sig meget kategorisk. Det kunne ikke nytte noget, at man forlangte klarhed, når situationen var uklar. Der var ingen, der vidste, hvad Englands hensigt var, og pundet kunne falde langt mere, end nogen ønskede at følge med.

Det afgørende var imidlertid, at nationalbanken i den foreliggende situation havde en oktrojmæssig forpligtelse til guldindløselighed, og dermed var kronen ved loven knyttet til dollar. Lov er lov, og lov skal holdes. Han havde ikke noget imod at lempe dækningsreglerne, men hvis nationalbanken ikke opretholdt pariværdien af kronen, havde den „forbrudt sin oktroj“ og „måtte tage konsekvenserne“. Ministeren havde ikke indtryk af, at nationalbanken ville undlade at opfylde sine oktrojmæssige forpligtelser. I så fald havde banken nemlig „hovedet på blokken“ og havde på nåde og unåde overgivet sig til staten med hensyn til den fremtidige ordning af seddelvæsenet.

Hvis man suspenderede guldindløseligheden, måtte det legalt betyde, at man opgav kronens guldparitet, og var dette først sket, ville nationalbanken være ude af stand til at stå imod det pres, der muligvis ville komme om en lavere kroneværdi.

¹⁾ I New York noteredes sterling til 4,10, mens pari var 4,87. Noteringerne gav i øvrigt ikke noget klart billede af kursforholdene, da en række lande noterede mere eller mindre nominelle kurser, der ofte stod i stærkt modsætningsforhold til hinanden.

Finansministeren afviste ligeledes at medvirke ved optagelse af et udenlandsk lån og gentog, at nationalbanken selv måtte sørge for at opfylde sine oktrojmæssige forpligtelser. Ud over forbudet mod udførsel af guld og en lempelse af dækningsreglerne kunne nationalbanken ikke vente yderligere støtte fra regeringens side.

Direktionen søgte at argumentere for, at en suspension af guldindløseligheden kunne anses for at være ligeså „teknisk“ som guldeksportforbudet. Begge indgreb sigtede mod at værne guldbeholdningen til valutatransaktioner. Bramsnæs så dog helt klart, at fastholdelse af indløsningspligten var den sidste skanse, men han var næppe klar over, hvor svag den var.

Omkring midnat afholdtes så et direktionsmøde, hvor det blev besluttet at forhøje diskontoen med 1½ pct. til 6 pct. med virkning fra den 26. september og samtidig skride til en kraftig kreditindskrænkning¹⁾.

Den 25. september sænkes sterlingkursen til 16,50. Rosenkrantz kommenterer i et interview kursfastsættelsen og beslutningen om diskontoforhøjelse og kreditrationering med henvisning til oktrojen og tilføjer, at det bliver en hård tårn for landbruget, men det er regeringens sag at overveje dette.

Samme dag sendes dog en skrivelse til den kgl. bankkommissær, hvor direktionen formelt søger at lægge det tunge ansvar over på regeringen.

Banken erklærer sig villig til at opretholde kronens værdi . . . „ved anvendelse af de kreditter, som kan opnås i udlandet, . . . ved anvendelse af de egentlige banktekniske midler i form af diskontoforhøjelse, rationering af valuta, indskrænkning af udlånsvirksomhed m. v.“. Der fortsættes dog som følger: „Der kan derved fremkomme et sådant pres på de ressourcer, nationalbanken og landet normalt råder over til opfyldelse af betalingskravene fra udlandets side, at man må være forberedt på, at en opfyldelse af disse krav tilvejebragt alene ved de banktekniske midler og med de meget begrænsede kreditter, som nationalbanken kan stille til rådighed, kan komme til at medføre betydelige vanskeligheder for erhvervslivet“.

Bankens ønske om statens medvirken til optagelse af lån i udlandet og gennemførelse af foranstaltninger til værn for guldbeholdningen er fremført for, „at der fra regeringens side kunne foretages skridt til at opnå, at de fornævnte foranstaltninger til kroneværdiens opretholdelse kom til at virke så lidet tyngende på landets erhvervsliv som muligt“.

Brevet slutter med en henstilling om, at regeringen vil tage spørgsmålet op til fornyet overvejelse.

På et ekstraordinært repræsentantskabsmøde i nationalbanken den 26. september gennemgås spørgsmålet om kronens stilling igen, og den kgl.

¹⁾ Lindberg stemmer imod, da han finder det nytteløst og urealistisk at søge at fastholde guldpåret. Kreditindskrænkningen består bl. a. i en begrænsning i adgangen til at belåne værdipapirer i nationalbanken.

bankkommissær siger om den støtte til erhvervslivet, der nævnes i nationalbankens brev: „Det lyder meget smukt, men det lyder jo ikke så smukt, når regeringen har sagt nej til det – det er vel også derfor, det fremhæves så stærkt“. Han erklærer dog, at regeringen ikke har noget imod at genoptage forhandlingerne¹).

Da det søndag den 27. september om aftenen bliver oplyst, at Sverige og Norge vil forlade guldpariteten, går der hul på de stive fronter. Nationalbanken indkaldes dagen efter til møde med regeringen, og det står helt klart, at der ikke er ønske om at fastholde guldpariteten ved en hårdhændet deflationspolitik. Forhandlingerne viser sig dog at blive meget vanskelige, fordi Bramsnæs ønsker, at der skal fastsættes en maksimumkurs for dollar – d. v. s. en grænse for devalueringen – med henvisning til, at rigsdagen næppe vil gå med til at give nationalbanken frie hænder ved kursfastsættelsen. Banken tager bestemt afstand fra dette forslag, da det kan føre til, at udlandet straks regner med, at denne grænse for devalueringen vil blive slutresultatet. Desuden henvises til, at en maksimumkurs vil vanskeliggøre samarbejdet med de øvrige nordiske lande.

Regeringen kræver så, at valutakurserne skal fastsættes efter „pålæg“ af den kgl. bankkommissær, men det kan nationalbanken – formentlig især repræsenteret ved repræsentantskabsformanden – ikke acceptere. Efter lange forhandlinger enes man om at erstatte „pålæg“ med „handle i overensstemmelse med“, hvorefter loven om suspension af guldindløseligheden kan vedtages i rigsdagen om morgenen den 29. september.

Debatten i folketinget danner antiklimaks til disse forhandlinger. Den fylder kun seks spalter, der mest er præget af, at Christmas Møller borer i, hvad udtrykket „handle i overensstemmelse med“ betyder, uden dog at få svar af Hauge.

Loven om indløseligheden af nationalbankens sedler gjaldt oprindeligt kun for to måneder, men er siden blevet udbygget og forlænget og danner stadig grundlaget for valutapolitikken.

I første omgang var det magt- eller ansvarsfordelingen mellem banken og regeringen, der var afgørende. Nationalbanken skal indgå en overenskomst med staten, hvor den forpligter sig til „at handle i overensstemmelse med den kongelige bankkommissær med hensyn til bankens handel med valuta og de dermed i forbindelse stående forhold“²), ligesom banken må afgive den fortjeneste, den opnår ved fritagelsen for guldindløseligheden.

Desuden fik rigsdagen indflydelse på valutapolitikken, idet der nedsat-

¹) I øvrigt er diskussionen på repræsentantskabsmødet ret forvirret.

²) Det blev under forhandlingerne den 28. september klargjort, at diskontoen ikke var indbefattet i „de dermed i forbindelse stående forhold“. I overenskomsten er der udførlige regler for en voldgiftsprocedure i tilfælde af uenighed om fortolkningen, men denne har aldrig været benyttet.

tes et rigsdagsudvalg på fire medlemmer – senere udvidet – til at føre forhandlinger med handelsministeren¹⁾).

Hermed var scenen gjort klar til de følgende års samarbejde mellem regering og nationalbank, der dog forløb væsentlig mere smertefrit, end denne indledende fase kunne tyde på.

Samme dag som loven blev vedtaget, havde Berlingske Tidende en kronik af Keynes, der havde følgende pompøse indledning: „Der er kun få englændere, som ikke glæder sig over, at vore guldfjer er plukket af“. Tanken var, at devalueringen ville tvinge de besværlige kreditorlande til også at gå fra guldret og så være med til at skabe et bedre internationalt valutasystem, eventuelt baseret på råvarepriser.

Den 29. september blev det vedtaget at fastlægge valutapolitikken, således at kronen skulle fastholdes på 80 pct. af guldpariteten svarende til en dollarkurs på 4,70. Indtil 16. november lå kursen en smule under dette niveau.

Kronen skulle altså følge sterling, dog kun indtil 80 pct. af den gamle guldparitet. Men valutaeserverne var stadig yderst beskedne, og der var således ikke basis for en forøgelse af den hjemlige aktivitet, hvis importen fortsat skulle være fri.

Mislykket forsøg på at lempere kreditpolitikken

I begyndelsen af oktober 1931 kom handelsbanken i likviditetsvanskeligheder, hvilket dog hurtigt blev overvundet ved en støtteerklæring²⁾ fra nationalbanken, der først havde sikret sig, at den lovede lempelse af dækningsreglerne blev hurtigt gennemført. Dette var handelsministeren og rigsdagens valutaudvalg indforstået med, og metaldækningen nedsattes fra 50 pct. til 33¹/₃ pct.³⁾.

Efter at støtteerklæringen var udsendt, udtalte handelsministeren, at en vis lempelse af kreditpolitikken kunne ventes, nu da guldindløseligheden var suspenderet.

På et møde i nationalbanken den 5. oktober med handelsministeren og hovedbankerne udformes den såkaldte oktoberplan, hvor man første gang søger at skaffe sig lidt mere intern bevægelsesfrihed.

Det aftales med bankerne, at de skal ophæve kreditrationeringen for indenlandske producenter, men gennemføre en virkelig effektiv kreditrationering over for importører. Samtidig tilslutter man sig de af handelsmini-

¹⁾ Det første udvalg kom til at bestå af Madsen-Mygdal, Sven Trier, Christmas Møller og Niels Frederiksen – alle fremtrædende politikere.

²⁾ I erklæringen, der udsendtes den 4. oktober, gav nationalbanken tilsagn om støtte „i det omfang, hvori handelsbanken anser det for rigtigt og nødvendigt“.

³⁾ Handelsministeriets bekendtgørelse af 13. oktober 1931, se i øvrigt side 219.

steren fremsatte udtalelser om en lempelse af kreditpolitikken. Nationalbankens begrundelse for lempelse af den generelle kreditrationering var navnlig, at „kreditindskrænkning bevirker en standsning i pengecirkulationen“, idet krav om oplysning om låneprovenuets anvendelse (kreditrationeringen) får den virkning, at det lånsøgende publikum ønsker at forøge deres kontante beholdninger.

Denne plan om frivillig rationering lykkes imidlertid ikke, idet nationalbankens valutareserver fra slutningen af oktober forringes væsentligt. De faldt fra godt 50 mill. kr. til ca. 20 mill. kr. i midten af november.

Under disse forhold finder nationalbanken det nødvendigt, 1) at bankens egen valutabeholdning i første række forbeholdes betjening af den offentlige udenlandske gæld, 2) at kreditpolitikken over for bankerne strammes, og 3) at regeringen anmodes om at iværksætte en valutaloggivning, der giver bemyndigelse til direkte kontrol med valutahandelen.

På handelsministerens opfordring udarbejder nationalbanken et memorandum af 16. november, der redegør for faldet i valutareserverne og som årsager i det væsentlige anfører en forringelse af bytteforholdet og ændrede betalingssædvaner. Man anbefaler lovgivning mod valutatilbageholdelse og vedrørende import af danske værdipapirer. Endelig bør 80 pct.-grænsen opgives, og sterling følges fuldt ud.

Disse synspunkter ligger til grund for loven af 18. november 1931, der karakteristisk nok hedder lov om foranstaltninger til værn for den danske valuta.

Det er vel den egentlige katastrofelov, idet der indføres pligt til at hjemtage og aflevere valuta hidrørende fra varesalg, forbud mod udførsel af danske kroner¹⁾ og restriktioner mod import af danske værdipapirer. Der var ikke i loven fastlagt retningslinier for tildeling af valuta, men valutahandelen centraliseres, og i cirkulærer til de autoriserede valutahandlere fastslår nationalbanken, at eksporterhvervene (landbrugets råvareindkøb) skal tilgodeses, og at der i øvrigt skal reserveres valuta til import af råstoffer og produktionsmidler²⁾.

I nationalbanken overvejes en yderligere diskontoforhøjelse, men det opgives dog. Derimod besluttet det at sælge obligationer som et led i kreditindskrænkningen. Renten steg således væsentligt, jfr. fig. 20.1, side 328.

Man havde altså efter to måneders forløb måttet opgive 80 pct.-grænsen og en lempelse af kreditpolitikken. Det havde endog været nødvendigt at

¹⁾ Hvis der var tilladelse til udførsel, ville salg af kroner i udlandet trykke kronens kurs og tvinge nationalbanken til at intervenere.

²⁾ Man gik så vidt, at banken den 22. november skrev til justitsministeren for at hindre, at fremmede kunstnere for betaling optræder her i landet. Man forstår dog, at det kan være vanskeligt at udelukke fremtrædende og betydelige kunstnere.

reservere størstedelen af nationalbankens valutabeholdning til betjening af den offentlige udenlandske gæld, hvorfor banken måtte holde op med at notere effektive valutakurser (d. v. s. kurser som enhver kunne købe til). Med overgang til nominal valutannotering den 17. november fastsættes sterlingkursen til 18,15. Endelig havde man måttet indføre afleveringspligt for valuta og en streng valutarationering administreret af det private bank-system.

Regeringen gør på et lukket rigsdagsmøde den 25. november rede for valutapolitikken. Ifølge presseforlydender drejede det sig om koncentrationen af valutahandelen, principperne for valutarationeringen, nedsættelse af et særligt sagkyndigt økonomisk råd til drøftelse af valutapolitikken samt udnævnelse af en valutakommissær¹⁾.

Efter to måneders forløb skærpes valutarestriktionerne i januar 1932 samtidig med at valutarationeringen flyttes fra bankerne til en nyoprettet valutacentral, der får direkte kontrol med importen gennem udstedelse af valutaattester. Baggrunden er, dels at regeringen ønsker en mere omfattende valutarationering for at undgå, at nationalbankens stramme kreditpolitik „skulle gøre landet til en kirkegård“ (Hauge), dels at man ønsker at kunne anvende valutarationeringen som handelspolitisk instrument.

Under stærkt pres fra regeringen indvilger Schrøder i at forestå valutacentralens administration sammen med Berntsen og Cohn under forudsætning af, at alle politiske afgørelser træffes af handelsministeren. Schrøder føler sig ikke overbevist om det hensigtsmæssige i ordningen og bemærker, at der hos rigsdagens valutaudvalg ikke er megen interesse for selve valutaspørgsmålet, men at man er „besat af en sand rabies over for Tyskland“²⁾.

Fornyet krav om lempelse af kreditpolitikken Afleveringspligtens ophævelse

1932 blev det værste kriseår. Det var naturligt, at der kom et stærkt pres fra landbrugsside for at opnå en højere sterlingkurs – i denne forbindelse koncentrerede man sig i venstre om at kræve afleveringspligten ophævet ud fra en formodning om, at kursen så ville finde sit naturlige (højere) leje. Fra L.S.' side var det et yderligere argument, at ophævelse af afleveringspligten formodedes at ville være en forudsætning for, at der kunne gennemføres en lovlig valutastrejke. Arbejdsløsheden gik voldsomt i vejret – især

¹⁾ Stauning meddeler den 27. november, at regeringen agter at udnævne Oluf Berntsen som handelsministerens kommitterede vedrørende tilsynet med nationalbankens valutadispositioner.

²⁾ Tyskland havde lige gennemført handelspolitiske foranstaltninger, der bl. a. ramte den danske smørekspert med 170 pct. toldforhøjelse.

inden for bygge- og anlægsvirksomheden – hvilket førte til, at der opstod stærke ønsker om en lempelse af kreditpolitikken.

Det var således disse to spørgsmål, der var mest fremtrædende i 1932.

Initiativet til kravet om en lempelse af pengepolitikken kom fra rigsdagens valutaudvalg, der gennem handelsministeren i en skrivelse af 8. februar 1932 anmoder nationalbanken om en fyldig redegørelse for bankens stilling til spørgsmålet om en lempelse af kreditpolitikken, idet en sådan lempelse var modstykket til gennemførelsen af valutalovent¹⁾. Man ønsker dels en redegørelse for de generelle lempelser, dels svar på en række konkrete spørgsmål.

I nationalbankens svar af 10. februar fremhæves først, at der siden begyndelsen af oktober er sket en betydelig kreditudvidelse, idet banken har øget sine udlån med 69 mill. kr. og sin fondsbeholdning med 11 mill. kr.²⁾. Når man føler en stramning, skyldes det, at prisen, d. v. s. diskontoen, er for lav, hvilket hænger sammen med, at man ved oktoberplanen traf aftale om, at hovedbankerne skulle begrænse kreditgivningen til importørerne. Hvis dette var sket, ville de indenlandske producenter have kunnet få den kredit, de ønskede.

Banken nævner dog, at de private banker har haft en nedgang i deres indlån som følge af fald i valutareserven, og at dette modsvarer bankens udlånsforøgelse, således at den samlede kreditgivning næppe er vokset.

Dette ville også være betænkeligt, da der ville være risiko for stigning i prisniveauet. „Ganske vist muliggør den trufne valutaordning nu, at man måske efterhånden gennem valutarationeringen kan modvirke den øgede kreditmængdes virkninger på efterspørgselen af fremmede varer“. Til gengæld er der risiko for intern inflation. „Det er klart, at det er meget vanskeligt på forhånd at vide, hvor langt man tør gå med kreditudvidelse, uden at disse inflationistiske virkninger fremkommer, og at vanskeligheden ved en sådan bedømmelse er blevet forøget ved, at kurserne på fremmed valuta ikke mere er frie, idet man normalt igennem disses bevægelser har den hurtigst virkende måler på, om den indenlandske pengemængde forøges stærkere, end hensynet til pengeværdisens stabilitet tillader“.

Rigsdagens valutaudvalg er ikke tilfreds med denne redegørelse. Hauge kan allerede den 18. februar skrive, at valutaudvalget enstemmigt må være af den opfattelse, at forøgelsen af nationalbankens kreditgivning ikke betegner nogen egentlig kreditudvidelse, men en omlægning af kredit. I store dele af landet er der en kreditmangel, „som giver anledning til berettiget klage“.

Man anbefaler almindelig kreditlempelse og specielt, at nationalbanken lemper vilkårene for belåning af obligationer for banker og sparekasser.

¹⁾ Folketingstidende 1931/32, sp. 2912.

²⁾ Bankernes nettolikviditet var forringet med ialt 119 mill. kr. i 1931, jfr. tabel 20.1, side 322.

Nationalbanken bøjer sig for disse ønsker ved udsendelse af to cirkulærer til samtlige banker. I det første cirkulære af 29. februar fremhæves, at en lettelse af erhvervslivets kreditvanskeligheder må tilvejebringes ved en kreditomlægning fra import af forbrugsvarer til større kredit til støtte for det produktive erhvervsliv og for de virksomheder, der har beskæftigelsesmæssig interesse. I det andet cirkulære, der udsendes ti dage senere, er banken kommet i tanke om at advare mod at yde kredit til oprettelse af nye virksomheder, som kan trives i ly af valutarationeringen.

Mærkværdigvis fraråder handelsministeren og finansministeren et forslag fra banken om en diskontosænkning den 18. februar. Sænkningen udskydes til den 11. marts, hvor diskontoen nedsættes med 1 pct. til 5 pct.

Herefter skifter interessen fuldstændig tilbage til valutaloven, der udløber den 31. marts. I løbet af foråret og sommeren føres der hektiske forhandlinger mellem regering og nationalbank og mellem de politiske partier om kurspolitikken.

Det centrale punkt er ikke længere valutarationeringen, men afleveringspligten. Den nominelle kursnotering, hvor nationalbanken vel intervenserer i markedet, men ikke forpligter sig til at levere valuta til de noterede kurser, har hos venstre skabt det indtryk, at kursen holdes kunstigt nede – man tvinges til at aflevere valuta til en lavere pris end markedsprisen.

Regeringen er klar over, at opretholdelse af afleveringspligten er usikker og forhandler derfor med nationalbanken, om den vil overtage ansvaret for ordnede forhold – d. v. s. stabile valutakurser – såfremt afleveringspligten bortfalder.

Rigsdagens valutaudvalg anmoder i begyndelsen af marts nationalbanken og hovedbankerne om en udtalelse. Nationalbanken går kraftigt ind for bevarelse af afleveringspligten, da valutacentralen ikke har virket længe nok til at skabe ligevægt på handelsbalancen, hvortil kommer, at den valutapukkel, der opstod før valutacentralens oprettelse, endnu ikke er afviklet. Skal afleveringspligten ophæves nu med overgang til effektiv kursnotering, kan kursniveauet ikke holdes, men sterlingkursen vil stige med fare for bytteforholdsforringelse og inflation.

Hovedbankernes udtalelse ligger på samme linie, og det understreges, at man næppe kan bevare kontrollen med kursniveauet selv under en kraftig kreditstramning.

Valutaloven forlænges til udgangen af maj, men der forlanges fra oppositionen en fyldig høring fra erhvervsliv¹⁾ og sagkundskab om, hvorvidt overgangen til fri valutannotering kan gennemføres med de gældende valuta-bestemmelser.

¹⁾ Kun landbrugsrådet, andelsmejerierne og andelsslagterierne går ind for fri valutannotering.

Nationalbanken gentager – stadig på linie med hovedbankerne – i det væsentlige sin argumentation for at bevare afleveringspligten. Selv om det forudsættes, at hjemførselspligten opretholdes, har man ikke tilstrækkelige valutareserver til at kunne beherske en fri valutannotering. I givet fald må man gribe til en drastisk kreditstramning, som det næppe vil være politisk muligt at fastholde.

Rigsdagens valutaudvalg spørger herefter helt konkret, om nationalbanken kan garantere en fast maksimumskurs uden indgreb i udenrigshandelen. Banken svarer ubetinget nej¹⁾. Der svares i øvrigt også nej på et spørgsmål om muligheden for at etablere et stabilt terminsmarked, hvorved erhvervslivets risiko kunne reduceres.

Det bliver efterhånden klart, at regeringen må give slip på afleveringspligten for at opnå forlig med oppositionen, og i slutningen af maj forlænges valutaloven til udgangen af oktober med bestemmelse om, at afleveringspligten skal bortfalde snarest muligt og senest med udgangen af august, medmindre tvingende omstændigheder gør det nødvendigt at udskyde fristen til 15. oktober.

Da loven er vedtaget, meddeler regeringen nationalbanken, at valutakurserne agtes fastholdt på det nuværende niveau. I direktionsprotokollen noteres lakonisk, at diskontoen den 30. maj sænkes med 1 pct. til 4 pct. på baggrund af „den klarhed, der således var vundet“.

Forhandlinger om maksimumskursen for sterling og ansvaret for opretholdelse af denne kurs føres i sommerens løb mellem udenrigsministeren og nationalbanken – i sidste omgang med Schrøder – og man når efterhånden frem til en løsning.

Regeringen ønsker afleveringspligten ophævet inden udgangen af august for at undgå, at spørgsmålet bliver et hovedpunkt i valgkampen.

Udenrigsminister Munch foreslår en maksimumskurs på 20 for sterling under hensyn dels til Ottawa-konferencen, dels til den norske og svenske krone, der i foråret 1932 faldt i forhold til den danske.

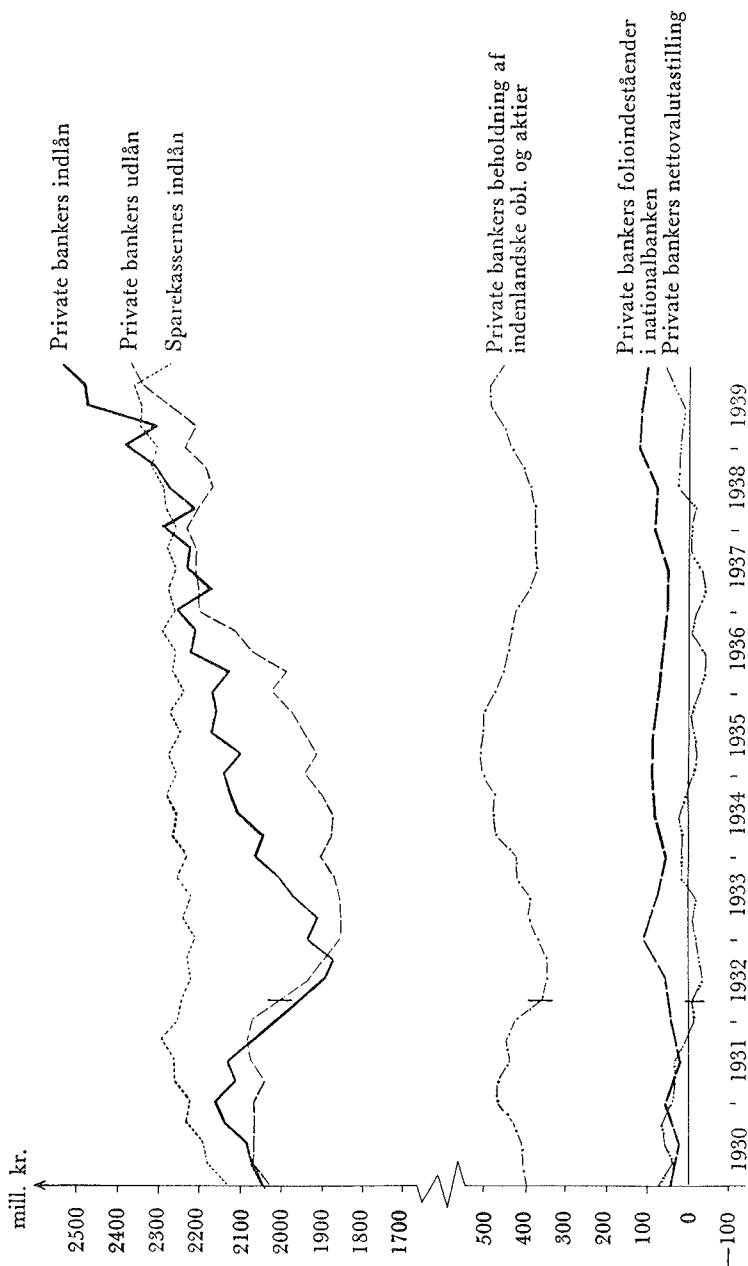
Nationalbanken går modstræbende med til at påtage sig at holde denne kurs ved optagelse af kreditter i udlandet eller ved guldsalg.

Repræsentantskabet prøver i denne forbindelse at få ophævet forpligtelsen til at handle i overensstemmelse med den kgl. bankkommissær, men man nøjes med under forhandlingerne med regeringen at pointere, at nationalbanken må afgøre hvornår og hvormed, der skal sættes ind på kursregulering, „ligesom det som følge deraf faktisk bliver nationalbanken, der bliver den, der bestemmer kursen“ (Schrøder).

Nationalbanken betinger sig i øvrigt, at hjemførselspligten bibeholdes

¹⁾ Lindberg er dog ikke enig i denne udtalelse. En gennemsnitskurs må kunne holdes, hvis man er villig til at sælge guld.

Figur 2.1 Visse poster på bankers og sparekassers balance 1930-39



med skærpede kontrolforanstaltninger, og at der gives tilsagn om lempelse af dæknings- og afgiftsbestemmelserne, således at eventuelle guldsalg ikke bliver en økonomisk belastning for banken. Endelig skal regeringen træffe foranstaltninger til at holde handelsbalancen i orden¹⁾).

Afleveringspligten ophævedes den 27. august, og overgangen til effektiv kursnotering lykkedes over forventning. Sterlingkursen forhøjedes fra 18,79 den 27. august til 19,65 den 29. august. Herefter kunne kursen sænkes til 19,20-19,30, uden at det gik nævneværdigt ud over valutabeholdningen²⁾. Dette hænger utvivlsomt sammen med, at den stramme valutarationering og det lave aktivitetsniveau havde skabt ligevægt på betalingsbalancen.

I løbet af efteråret vendte interessen tilbage til pengepolitikken, men denne gang fremførte man ikke så meget ønsket om en almindelig lempelse af kreditrationeringen som om en almindelig sænkning af renteniveauet.

Nationalbanken havde den 12. oktober 1932 sænket diskontoen til 3½ pct. og var siden september begyndt at købe obligationer i stor stil – beholdningen steg med ca. 80 mill. kr. fra september til december – i den åbenbare hensigt at fremkalde et rentefald³⁾. Virkningen ses på figur 20.1, side 328. Den effektive rente falder fra ca. 5¾ pct. til ca. 4½ pct.

Den 29. oktober afholdes et møde i nationalbanken med banker og sparekasser. Finansministeren deltager og indleder med at sige, at årsagen til, at diskontosænkningen ikke er slået effektivt igennem, må søges i institutionelle forhold og ikke i økonomiske. Det er konkurrencen mellem banker og sparekasser, der holder indlånsrenten oppe. Hvis de to grupper kan enes om en nedsættelse af indlånsrenten, vil udlånsrenten følge efter.

Sparekasserne finder ikke tiden egnet til at søge at gennemtrumfe en sænkning af indlånsrenten, der ligger betydeligt under den effektive rente af obligationer. Desuden er sparekasserne misfornøjede med, at nationalbankens belåningsregler for obligationer strammedes i efteråret 1931, uagtet de siden var blevet lempet igen.

Nationalbanken og finansministeren søger forgæves at få vedtaget en resolution, der anbefaler en sænkning af indlånsrenten. Man gik så vidt at sætte et forslag til afstemning. Det blev ikke vedtaget, og man måtte nøjes med at udsende en meddelelse om, at der på mødet var almindelig tilslutning „til at arbejde videre for en nedsættelse af indlånsrenten for derved at muliggøre en lavere udlånsrente til lettelse for erhvervslivet“.

Det er vanskeligt at vurdere virkningerne af den pengepolitik, der blev ført fra september 1931 til udgangen af 1932. Som det fremgår af figur 2.1 er perioden ejendommelig derved, at bankernes indlån falder først, hvor-

¹⁾ Dette tiltrædes af handelsministeren og finansministeren på et møde i nationalbanken den 27. august.

²⁾ Nationalbankens årsberetning 1932-33, side 3.

³⁾ Anf. st., side 8 og tabel 3.2, side 198.

efter udlånene går ned. Herefter forøges bankernes likviditet kraftigt i 1932, medens udlånene fortsat falder. Den mest sandsynlige fortolkning er nok, at indlånsnedgangen i første omgang har presset bankernes likviditet og dermed tvunget dem til at begrænse udlånene. Men det fortsatte fald i udlånene i 1932, hvor nationalbanken forøgede sin kreditgivning og sin obligationsbeholdning¹⁾, kan næsten kun fortolkes på den måde, at provenuet af obligationssalgene blev anvendt til nedbringelse af bankgæld, og dette tyder i hvert fald ikke på et stort udækket behov for kredit.

Der kan naturligvis anføres mange muligheder til forklaring af denne udvikling. Det mest forbløffende er de voldsomme forskydninger. Der var tale om et fald i bankernes indlån på 200 mill. kr. fra sommeren 1931 til efteråret 1932, jfr. figur 2.1, svarende til 4–5 pct. af nationalproduktet.

¹⁾ Mens bankernes nettostilling over for nationalbanken forringedes med knap 90 mill. kr. i 1931, forbedredes den med ikke mindre end knap 180 mill. kr. i 1932 bl. a. som følge af en stigning i nationalbankens fondsbeholdning på næsten 100 mill. kr., jfr. tabel 20.1, kolonne 7 og 14, side 322.

3. Kanslergadeforliget. Rentesækning og konvertering af landbrugets gæld

Valutakursen lægges fast over for sterling

Valutalovene af november 1931 og januar 1932 havde formentlig skabt en fornemmelse af, at der nu var forudsætninger for, at vilkårene for landbruget og de arbejdsløse kunne forbedres, uden at det straks gav anledning til valutavanskeligheder. Valutarationeringen blev ikke i første omgang indført med det udtrykkelige formål, at der så kunne føres en mere aktiv beskæftigelsespolitik, men forbindelsen kom hurtigt til at stå klar. Den valuta, der kom ind, blev rationeret blandt importørerne, og så kunne man i øvrigt opføre sig noget friere indadtil med hensyn til beskæftigelsen. Hauge bemærker således ved forelæggelsen af valutaloven i november 1931: „men en lempning af kreditgivningen lader sig ikke foretage i noget omfang, medmindre man får bedre herredømme over hele valutahandelen og importen, end man har i øjeblikket“¹⁾.

De meget utilfredsstillende økonomiske forhold for landbruget og de arbejdsløse i 1932 havde måske også skabt en stærk politisk tilskyndelse til at foretage indgreb, der kunne skabe forventninger om bedre vilkår.

Kanslergadeforliget, der blev indgået mellem regeringen (socialdemokrater og radikale) og venstre den 30. januar 1933, var et konstruktivt forsøg på at skabe bedre balance mellem de forskellige grupper i befolkningen og samtidig tilrettelægge en ekspansiv økonomisk politik.

Ingredienserne i forliget var som omtalt side 156 en forhøjelse af sterlingkursen med ca. 15 pct., standsning af den truende arbejdskamp, forhøjelse af støtten til langvarigt arbejdsløse, vedtagelse af socialreformen, rentesækning og konvertering af landbrugets gæld, støtte til boligbyggeriet samt visse andre mindre omfattende forhold.

I midten af januar 1933 var sterlingkursen, der siden afleveringspligtens ophævelse og overgangen til effektiv kursnotering havde ligget på højst 19,30, i løbet af 3 dage steget til 20,10, men kom så igen ned på lidt under 20.

I den offentlige debat var der fortalere både for en fastholdelse af den hidtidige kurs, for overgang til en shillingkrone og for en yderligere devaluering.

Den 29. januar 1933 blev direktør Schrøder kaldt til møde med statsministeren for at drøfte, om det var muligt at fastlægge en sterlingkurs, som

¹⁾ Folketingstidende 1931/32, sp. 2912.

kunne holdes. Drøftelserne fortsatte den 30. januar med deltagelse af udenrigs-, handels-, landbrugs- og indenrigsministeren samt repræsentanter for regeringspartierne og venstre, og planerne gik nu ud på at „fastlægge kronen ved 22,50 i forhold til sterling, medens dens kurs i forhold til guldvalutaerne i nogen grad formentlig måtte afhænge af værdiforholdet mellem sterling og dollar ... statsministeren tilføjede, at 22,50 skal være bundkurs, og fastholdt dette, efter at Madsen-Mygdal havde hævdet, at han opfattede det som den kurs, hvorom den skulle svinge“ (Schrøder).

Schrøder mener nok, det er muligt at holde en kurs på 22,50, hvis der skabes tillid i befolkningen til, at man politisk går ind for denne kurs, og det afhænger igen af, hvilke foranstaltninger der i øvrigt træffes for at mildne krisen. Han understreger de små valutaeserver og fremsætter ønske om udstedelse af op til 50 mill. kr. skatkammerbeviser lydende på fremmed valuta, samt – som sædvanlig – tilsagn om ændring af dæknings- og afgiftsreglerne. Endelig anbefaler han en skærpelse af importreguleringen.

Den 31. januar udsender regeringen følgende officielle meddelelse:

„Den nedgang i kronekursen, som i nogle dage har fundet sted, viser, at det ikke har været muligt at opretholde det forhold mellem dansk og engelsk valuta, som har været tilstræbt.

I forståelse med lovgivningsmagten udtaler regeringen, at den i dag fastsatte sterlingkurs kr. 22,50 agtes fastholdt. Nationalbanken har erklæret sig villig til at medvirke hertil“¹⁾.

Schrøder understreger på et møde i repræsentantskabets stående udvalg, at fastlæggelsen af sterlingkursen var en politisk afgørelse. På mødet udtaler Hauge, at han ikke havde været uden betænkelighed ved en ændring af kronekursen, „men begivenhederne var i virkeligheden gået forud, idet kronen, før beslutningen om fastsættelsen af kursen 22,50 blev taget, i virkeligheden selv havde fundet sin standplads i nærheden af denne kurs. Om lørdagen (28. januar 1933) sattes kursen til 21, men sterling handledes „på det sorte marked“ mellem 22 og 22½. Han behøvede ikke at gøre opmærksom på, hvad grunden hertil var. Man kan ikke blive ved med at hævde, at der skal ske en forandring, og så dog vente at kronekursen skal fastholdes. ... Vi stod også i virkeligheden over for så store vanskeligheder, at det var nødvendigt, at der måtte ske noget; man kunne ikke lade sagerne udvikle sig længere, som det bedst kunne gå“²⁾.

Devalueringen gik let. Den kunne foretages administrativt. I første om-

¹⁾ Regeringen havde først foreslået formuleringen: „I forståelse med lovgivningsmagten (og med tilslutning af nationalbanken) udtaler regeringen, at den i dag fastsatte sterlingkurs kr. 22,50 agtes fastholdt“. Men nationalbanken ønskede formuleringen ændret til ovenstående.

²⁾ Repræsentantskabsformanden hrs. Knudtzons optegnelser.

gang betød den en merindtægt for landbruget på ca. 100 mill. kr. pr. år i forhold til den kurs på knap 20, man var kommet op på i januar 1933¹⁾, men på lidt længere sigt ville dette beløb blive reduceret ved tilpasning af forskellige vare- og faktorpriser. Kravene om yderligere devaluering fortsatte da også med uformindsket styrke og kulminerede i sommeren 1935 med planerne om valutatilbageholdelse, jfr. afsnit 4.

Konverteringsforsøget vedtages. Krisefonden

Rentesækning og konvertering af landbrugets gæld voldte derimod så store vanskeligheder, at de helt kom til at dominere den politiske scene i mere end to år.

I den forbindelse er det næsten barokt, at den rentelettelse, landbruget kunne opnå ved den planlagte konvertering, der efterhånden blev hovedpunktet i diskussionen, i bedste fald ville kunne andrage omkring 7–10 mill. kr. for kreditforeningsgælden og måske 15–20 mill. kr. for anden gæld.

Man må imidlertid forstå, at der var stærke følelsesmæssige momenter i sagen. Landmændene havde oplevet en katastrofal nedgang i deres indtjening, men skulle hver termin præstere en uændret ydelse til anonyme kreditorer, som man let kunne forestille sig levende et sorgløst liv.

Nyboe Andersen²⁾ refererer, hvorledes låntagerne i to jyske landkreditforeninger i februar 1933 vedtog at halvere renten på deres gæld. I det ene tilfælde var der tale om en næsten enstemmig vedtagelse blandt 15.000 medlemmer. Indenrigsminister Bertel Dahlgaard tog skarpt afstand. „Ledelsen af konverteringspolitikken her i landet må ligge i indenrigsministeriet og ikke på eksercerpladsen i Viborg“.

Der var allerede vedtaget forskellige love, der skulle lette betjeningen af gælden for de værst stillede landmænd. I efteråret 1931 blev der ydet statslån til kriseramte landmænd til betaling af skatter og renter, og i sommeren 1932 gennemførtes den første henstandslovgivning³⁾.

¹⁾ K. Philip, En fremstilling og analyse af den danske kriselovgivning 1931–38, København 1939, side 70.

²⁾ P. Nyboe Andersen m. fl., Lånerenten, København 1947, side 229.

³⁾ Pantegæld i landbrugsejendomme kunne først opsiges til juni termin 1933. Kreditorer kunne give henstand med renter og afdrag for juni og december termin 1931 og juni termin 1932 med bevarelse af panteretten, og hvis kreditor nægtede at give henstand, kunne et særligt amsudvalg eventuelt bevilge henstand. En nyoprettet likviditetsfond, bestyret af Kongeriget Danmarks Hypotekbank, kunne give lån til kreditorer, der kom i likviditetsvanskeligheder som følge af henstandslovgivningen. Ved lempelser i kredit- og hypotekforeningernes statutter kunne disse foreninger optage midlertidige lån. Nationalbanken var meget uvilligt stemt over for henstandslovgivningen, der formentes at svække tilliden til realkreditinstitutterne yderligere.

Nu skulle man søge en mere generel løsning, hvorved man både fik renteniveauet ned og fik lettet landbrugets gældsbyrde ved konvertering.

Begyndelsen var gjort ved diskontonedsættelserne i 1932 og nationalbankens meget store obligationskøb i efteråret. Axel Nielsen fremhævede allerede på et repræsentantskabsmøde den 20. december 1932, at disse obligationskøb navnlig blev foretaget for at fremme byggeriet, men i betragtning af det store obligationsmarked – i alt ca. 5.000 mill. kr. – var en sådan opgave ret uoverskuelig. Det ville være bedre at indføre en rentesikringsordning for nybyggeri, hvor nationalbanken eventuelt sammen med staten og andre institutioner inden for visse rammer skulle garantere kursen for kreditforeningsobligationer udstedt med sikkerhed i nybyggeri. Disse udtalelser kunne med lige så stor ret være fremsat om forsøget på at konvertere landbrugets gæld.

I slutningen af januar 1933 anmoder hovedbankerne nationalbanken om at påvirke sparekasserne til at gå med til en frivillig nedsættelse af indlånsrenten for derved at undgå lovbestemmelser herom. Nationalbanken erklærer sig enig i dette synspunkt, men der kommer ikke noget ud af sagen. Sparekasserne kommer den 23. januar med en offentlig udtalelse om, at de ikke vil sænke indlånsrenten, medmindre det er et led i en almindelig konvertering. Man ønsker med andre ord ikke en større forskel mellem indlånsrenten og obligationsrenten, da der i så fald vil være risiko for, at publikum trækker penge ud af sparekasserne for at anbringe dem i obligationer. Dette er gennem hele konverteringsdiskussionen sparekassernes grundlæggende synspunkt.

Den 1. marts fremsatte handelsministeren forslag til lov om oprettelse af en krisefond og forslag til lov om foranstaltninger til lettelse af konvertering m. m. af kreditforeningslån. Erhvervslivet skulle støttes dels ved oprettelse af fonden, der skulle skabe betingelser for øget likviditet, normal kreditgivning og et lavere renteniveau, dels ved fastsættelse af en maksimalrente for indskud i banker og sparekasser, idet en sænkning af indlånsrenten skulle komme låntagerne til gode i form af en sænkning af udlånsrenten. Ved forelæggelsen erklærede handelsministeren, at det var rimeligt, at kapitalejerne mærker indtægtsnedgang, når indtjeningsmulighederne i almindelighed går ned, og „man gør klogt i at regne med, at en rentesækning er uundgåelig, medmindre man vil se kapitalanbringelserne direkte angrebet“¹⁾.

Herved var grundtonen i konverteringsforsøget anslået. Man ville ved gode ord og trusler søge at besvære renteniveauet – eller måske rettere skabe forudsætninger for, at man ved ganske små midler kunne få et rentefald, ligesom man plukker en moden frugt.

¹⁾ Folketingstidende 1932/33, sp. 3447.

Krisefonden skal skaffe penge, ved at staten udsteder skatkammerbeviser, som belånes til pari i nationalbanken.

Midlerne kan anvendes til seks formål, nemlig:

1. Lån til kredit- og hypotekforeninger, hvis debitorer er kommet i restance i medfør af henstandslovgivningen.
2. Indskud i banker og sparekasser¹⁾.
3. Lån til erhvervsdrivende, der er kommet i likviditetsvanskeligheder på grund af henstands- og moratorielovgivningen.
4. Garanti i begrænset omfang for bankers og sparekassers udlån til erhvervslivet. Disse skulle dog forlods have en selvrisiko på 10 pct.
5. Byggelån inden for 1. prioritetsgrænsen.
6. Køb af realkreditobligationer.

Forslaget indeholder desuden en bestemmelse om, at banker og sparekasser m. v. højst må give 3 pct. af indskud med under 3 måneders opsigelsesvarsel og højst $3\frac{1}{2}$ pct. af indskud med længere opsigelsesvarsel.

Regeringen lægger særlig vægt på punkt 4 og 5, der påregnes at skabe øget aktivitet. Obligationskøbene efter punkt 6 må ske i samarbejde med nationalbanken, idet det beklages, at banken ikke i tilstrækkeligt omfang har varetaget sin opgave på dette område, men i de sidste par måneder ved salg af obligationer har medvirket til en forhøjelse af den effektive rente²⁾.

Venstre lægger særlig vægt på rentesækningen og anbefaler, at fonden til enhver tid skal kunne disponere over tilstrækkelige midler; men netop dette gør de konservative bekymrede, fordi forslaget herved bliver ganske uoverskueligt.

Den konservative ordfører Hasle er yderst skeptisk med hensyn til muligheden for konvertering især af landkreditobligationer. „Og nu er der det mærkelige ved det: Der er næppe nogen i denne sal, der for alvor tror på, at det kan lykkes at konvertere landkreditforeningsobligationer, der i øjeblikket står i en kurs af 82. Det vil jo ikke lykkes. De obligationer, man kan opnå at konvertere – hvis man altså er heldig –, er bykreditforeningsobligationer“³⁾. Han gør endvidere gældende, at selv med et heldigt forløb af konverteringen vil landbruget kun opnå en rentelettelse for kreditforeningsgælden på omkring $7\frac{1}{2}$ mill. kr. årligt, og ikke som anslået af venstre på godt 10 mill. kr.

De konservative deler heller ikke venstres tro på, at maksimalrentebestemmelserne vil reducere landbrugets øvrige rentebyrde med omkring

¹⁾ Bestemmelsen skal utvivlsomt berolige sparekasserne.

²⁾ Formanden for repræsentantskabet udtalte sig i december 1932 inden sin afgang meget kritisk om de store obligationskøb. Omkring halvdelen af obligationskøbene i efteråret 1932 blev afviklet i januar og februar 1933, uden at renten steg, jfr. tabel 3.2, side 198, og fig. 20.1, side 328. Salgene ses ikke at have været drøftet i nationalbankens ledelse.

³⁾ Anf. st., sp. 3642.

20 mill. kr. årligt og afviser en tvangsmæssig nedsættelse af indlånsrenten med henvisning til, „at for denne ganske usikre chance ødelægger man den faste, bestemte og redelige pengepolitik, der er ført af danske banker og sparekasser“. Der henvises yderligere til, „at sparekasserne i København igennem 50 år har kunnet give den samme rente på anfordring som i dag, og at de i 20 år har kunnet lade indlånsrenten på opsigelse være uændret 4 pct. Enhver, der har indsigt i økonomiske forhold, vil være klar over, at en sådan fasthed i bankernes, og specielt altså her sparekassernes, pengepolitik er af største betydning for et samfund“¹⁾.

Ved lovforslagets tredje behandling er begejstringen forsvundet hos regering og venstre. Det er næsten, som om udvalgsbehandlingen har revet illusionerne i stykker.

„Hvorvidt det lykkes at nå de formål, der tilsigtes, vil i nogen grad afhænge af, om samtlige de faktorer, der skal medvirke, når loven føres ud i livet, vil gå ind i dette arbejde med den rette forståelse af den situation, hvori samfundet for øjeblikket befinder sig“. „I hvor stor udstrækning pengene vil søge over til obligationsmarkedet, kan vel ikke på forhånd siges, men udsigten til den højere (end bankers og sparekassers udlånsrente, E.H.) effektive rente vil utvivlsomt føre til en bevægelse i den rigtige retning, og ved at benytte bestemmelsen under punkt 6 i lovforslagets § 4, der omhandler krisefonden, tror jeg, det vil være muligt at nå frem til sådanne kursansættelser, at konverteringsmuligheden indtræder“, mener den socialdemokratiske ordfører N. Fisker²⁾.

„Det, man tilstræber her, er påkrævet, og jeg tør håbe på, at når loven endelig kommer til at virke, vil alle vise forståelse af, at her er der tale om et velment forsøg på at hjælpe betrængte grene af det danske erhvervsliv. Og jeg vil meget håbe, at det tilløb til sabotage, som man allerede har sporet, ikke vil blive andet end et tilløb, således at der virkelig kan komme noget ud af de bestræbelser, der her udfoldes for at hjælpe over en vanskelig situation“. „... jeg må derfor indtil videre tro, at det, vi her står overfor af modstand fra konservativ side, ikke i det lange løb vil udfolde sig på en sådan måde, at loven skulle blive virkningsløs, når den endelig er vedtaget“, udtaler Hauge³⁾.

„Vi underkender selvfølgelig på ingen måde de store vanskeligheder, som knytter sig til løsningen af disse opgaver, og jeg vil sige, at om de lykkes, eller om de i væsentlig grad mislykkes, afhænger overordentlig stærkt af, om det kan lykkes os at give et bidrag til overvindelse af mistilliden der, hvor den breder sig, og at sprede tillid til erstatning derfor“. „I betænkningen udtaler det ærede mindretal, at det må formene, at den foreslåede

¹⁾ Anf. st., sp. 3644.

²⁾ Anf. st., sp. 4252-53.

³⁾ Anf. st., sp. 4280-81 og 4283.

tvangsnedsettelse af indlånsrenten som isoleret foranstaltning ikke vil føre til konverteringsmuligheder i nævneværdig udstrækning, og navnlig vil en konvertering af landkreditforeningsobligationerne ikke kunne nås. Ja, det er jo muligt, jeg tør ikke benægte, at man på det sidste punkt kan få ret, men så siger jeg, så har man på den kraftigst mulige måde bidraget til at få ret ved den pessimisme, som her er udtrykt, netop ved den udtalelse, som her er fremsat“, udtaler venstres ordfører Krag¹⁾).

Det centrale i disse indlæg er altså, at man ved sænkning af indlånsrenten, der, som Bramsnæs udtrykte det i efteråret 1932, er institutionelt bestemt, dels ville skabe større interesse for placering i obligationer med kursstigning til følge, dels ville få et fald i udlånsrenten. Desuden ville man ved obligationskøb kunne bidrage til en kursstigning. Man tænkte sig altså, at 4 pct. obligationer kom i pari, således at 4½ og 5 pct. obligationer kunne konverteres.

Det lå i luften, at det kun skulle dreje sig om kreditforeningsobligationer, fordi sikkerheden her var ubetinget. Konverteringsloven, der behandledes sammen med krisefondloven, tager da også kun sigte på kreditforeningsobligationer, hvor individuel og serievis konvertering lettes samtidig med, at der åbnes mulighed for nedsættelse af terminsydelsen ved omskrivning af restgæld til ny hovedstol²⁾). Cirkulationen af kreditforeningsobligationer udgjorde ca. 4.250 mill. kr. (ekskl. kommunekreditforeningsobligationer), og heraf var godt 3.000 mill. kr. 4½ pct. og 200 mill. kr. 5 pct., mens resten var 4 pct. og derunder, jfr. tabel 11.2, side 243. Af de 3.200 mill. kr., der ville blive berørt, regnede man skønsmæssigt med, at godt 1.500 mill. kr. var udstedt mod pant i landbrugsejendomme.

Den 1. juni sænkedes diskontoen med ½ pct. til 3 pct.

Krisefondloven trådte i kraft den 1. maj, men fondens bestyrelse blev først udnævnt den 8. juni. Nationalbankens direktion bestod efter Lindbergs død i december 1932 af Stephensen, Schrøder og Rosenkrantz, hvoraf de to sidste havde svageligt helbred. Bramsnæs tiltrådte som direktør ved udgangen af maj 1933, men han kunne som medlem af landstinget ikke sidde i krisefondens bestyrelse. Man tyede derfor igen – som i valutacentralen – til den forsigtige, men kloge Schrøder som formand.

¹⁾ Anf. st., sp. 4256 og 4258–59.

²⁾ Indtil juni termin 1935 ophæves tinglysningslovens krav (§ 40 og 41) om, at der skal indhentes samtykke fra efterpanthavere til konvertering til en nominelt lavere rente og til overførsel inden for samme forening af lån fra en serie (afd.) til en anden serie (afd.) med samme eller lavere rentefod. I åbne serier ophæves kravet om efterpanthaveres samtykke til omskrivning af restgæld til ny hovedstol, og der skabes også en vis adgang til sådan omskrivning i lukkede serier. Serievis konvertering kan gennemføres uden tinglysning. Hvor der kræves tinglysning i forbindelse med konvertering, bortfalder afgiften til staten.

Allerede ved lovforslagets fremsættelse havde regeringen og nationalbanken internt aftalt 100 mill. kr. som en foreløbig beløbsramme for bankens udlån til krisefonden. Ved udnævnelsen af fondens bestyrelse erklærede Hauge, at fonden ville få de penge, der blev brug for, men at det kun havde virket skadeligt, at der tidligere var blevet nævnt rene fantasibeløb.

Krisefondens udlån blev af meget begrænset omfang og nåede maksimum i begyndelsen af 1934. Der blev ikke ydet lån til erhvervsdrivende (punkt 3), der blev stillet én garanti på 6.500 kr. (punkt 4), og der blev ikke ydet byggelån (punkt 5). Der blev ydet lån på henstandsbeviser med knap 9 mill. kr. og indskud i banker og sparekasser på godt 1¼ mill. kr. Desuden blev der – uden hjemmel – ydet godt 4 mill. kr. i lån til kommuner til ekstraordinær arbejdsløshedsunderstøttelse, således at udlånene alt i alt kom op på 14 mill. kr.

Den megen tale om kreditstramning rimer ikke med en så behersket interesse for at låne i krisefonden. Det er sikkert mere realistisk at antage, at låneønskerne har været små. Det er i øvrigt en erfaring, man ofte gør, at oprettelse af særlige låneinstitutter afslører, at det utilfredsstillende lånebehov omend højrestet kun er marginalt.

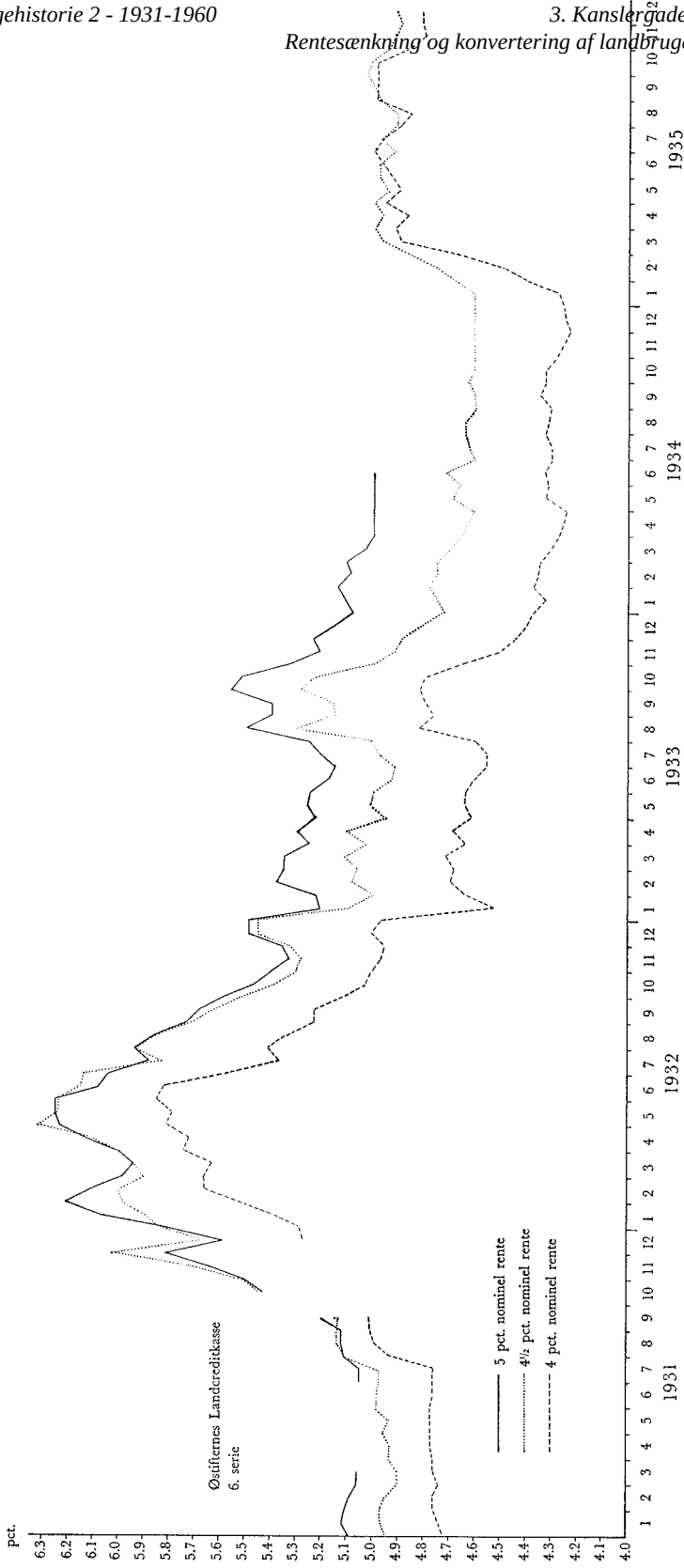
Første forsøg. Parikonvertering

Allerede i juli 1933 drøftes eventuelle obligationskøb mellem venstre og regeringspartierne, og efter mødet udsendes en erklæring, hvori det bl. a. hedder: „Endvidere drøftedes krisefondens fremtidige indsats på obligationsområdet. Der vil i en nærmere fremtid finde en fortsat drøftelse sted med hensyn til udformningen i enkeltheder af den fremgangsmåde, der skal følges for at nå den ved loven tilsigtede nedsættelse af obligationsrenten“.

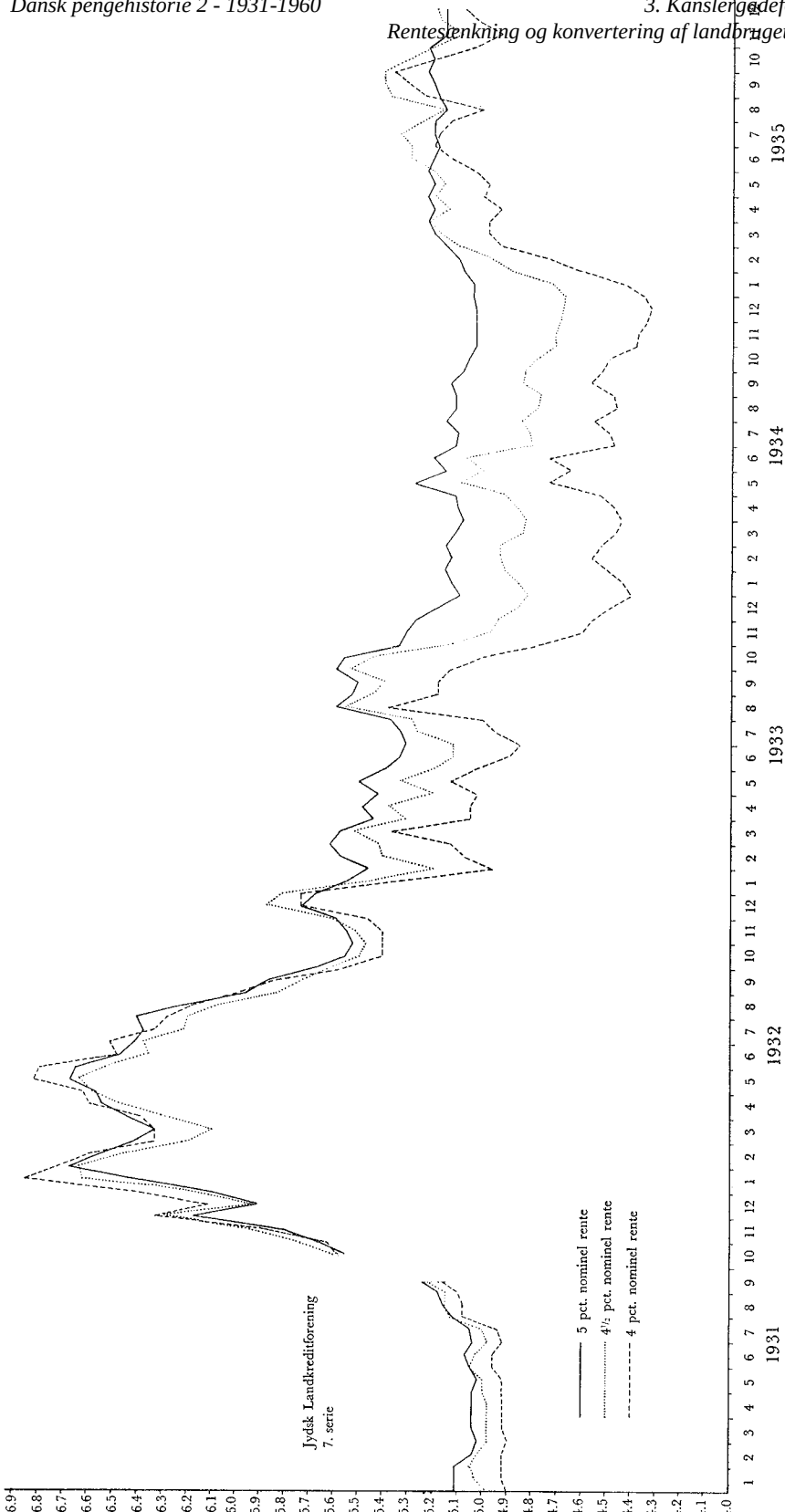
I september fremsætter regeringen som led i et stort kriselovkompleks¹⁾ forslag om skat på renteindtægter og forslag om rentelettelser for lån i fast ejendom ved tilskud eller konvertering. Der opnås ikke forlig om kriselovkomplekset, og venstre kritiserer skarpt, at man ikke har anvendt krisefonden til obligationskøb. „Den høje regering har administrativt indskudt denne fond i nationalbanken og for øvrigt også i landmandsbanken på en sådan måde, at der derved er dannet en naturlig hindring for fremme af de

¹⁾ Kriselovkomplekset byggede på landbokommissionens indstilling om en samtidig gennemførelse af prishævende foranstaltninger (svineregulering, kød-, korn- og smørordninger) og „fortsættelse af den ved forårets rentelovgivning påbegyndte rentesækning“. Regeringen kædede hertil en fortsættelse af statsstøtten til de langvarigt arbejdsløse. Oppositionen afviste denne sammenkædning og den tvangsmæssige karakter af rentesækningsforanstaltningerne.

Figur 3.1 Effektiv rente for obligationer med forskellig pålydende rente i to landkreditforeninger, 1931-35



Rentesenkning og konvertering af landbrugets gæld



formål, som man havde sat sig med denne fond“ (Krag)¹⁾. Det hævdes, at der ikke ville kræves uoverkommeligt store beløb som grundlag for en frivillig konvertering, „idet de ville være genstand for en så hurtig rotation, hver enkelt krone ville så mangfoldige gange blive sat ind til konverteringens gennemførelse, at de beløb, som ville udfordres i endelige kronetal, aldeles ikke ville have de dimensioner, som den højtærede minister formener. Og jeg kan forsikre den højtærede minister, at denne anskuelse har tilslutning både hos økonomisk og bankteknisk sagkyndige og hos talrige kyndige inden for realkreditens administration“²⁾. Det er unægtelig en primitiv argumentation.

Regeringen hævder, at der ikke er givet noget løfte om omfattende obligationskøb. Loven blev netop vedtaget på et tidspunkt, hvor kurserne var stigende, således at „disse muligheder, det skal ingen nægte, syntes på begrænsede områder i hvert tilfælde på et vist tidspunkt gode. . . Men desværre gik det ikke sådan, og de, der har iagttaget udviklingen i sommer på dette område, vil ikke benægte, at når det ikke skete, stod det i forbindelse med den uro, som på forskellig måde kom frem rundt omkring i forskellige egne af landet. . . Hvis man ville sætte betydelige beløb ind, vil jeg ikke benægte muligheden af, at visse af disse serier kunne være konverteret ved et meget stærkt pres fra nationalbanken og krisefonden. Men der var ingen mulighed for under disse forhold at konvertere hovedparten af landbrugets obligationer. . . Derfor vil jeg sige til det ærede medlem hr. Krag, at denne regering lige så lidt som nogen anden regering har forpligtelse til at administrere en lov uforstandigt på samfundets bekostning og det var det, der ville være sket, hvis man var gået den vej, det ærede medlem tænkte sig“ (indenrigsminister Dahlgaard)³⁾. Det havde formentlig virket nedslående, at renten var steget godt $\frac{1}{4}$ pct. i sommerens løb, jfr. figur 20.1, side 328. Efter indenrigsministerens mening ville gennemførelse af en frivillig konvertering kræve enorme beløb og en sådan indsats fra statens side, „at næppe nogen her i salen ville tage ansvaret derfor“⁴⁾.

Andet forsøg. Konvertering under pari

Da regeringen må opgive at få gennemført kriselovkomplekset i den form, hvori det blev fremsat i september 1933, udarbejdes der en ny konverteringsplan. Det er nu tanken at pålægge de obligationsejere, der ikke vil gå

¹⁾ Folketingstidende 1932/33, sp. 6571. Med krisefondens indlemmelse i landmandsbanken sigtes til, at direktør i landmandsbanken, Oluf Nielsen, var medlem af krisefondens bestyrelse.

²⁾ Anf. st., sp. 6573.

³⁾ Anf. st., sp. 6621-22.

⁴⁾ Anf. st., sp. 6623.

med til konvertering, en konverteringsafgift og tilbyde de obligationsejere, der vil gå med til konvertering, en bonus, eventuelt i forbindelse med skattelettelse for de ved konverteringen overtagne obligationer.

Nationalbanken orienteres i begyndelsen af oktober om denne plan og tager straks afstand fra dens tvangsmæssige karakter, men finder, at der under den herskende pengerigelighed skulle være gode muligheder for at gennemføre en konvertering på frivillig basis, hvis man går etapevis frem og begynder med de obligationer, der står højest i kurs. Begrundelsen herfor skulle være, at de penge, der måtte blive ledige ved en konvertering, sandsynligvis ville blive anbragt i de på dette tidspunkt ikke konverterede obligationer og dermed bringe disses kurser op og så fremdeles (jfr. venstres ovenfor omtalte argumentation). Men selv med en sådan hurtig rotation af de midler, der sættes ind i konverteringen, må man dog nok under alle omstændigheder regne med, at der vil kræves større obligationskøb, end man tør lade krisefonden gå ind i, hvis konverteringen skal gennemføres til pari.

For at komme ud af dødvandet tager nationalbanken derfor initiativ til udarbejdelse af en plan for frivillig konvertering, der kan gennemføres, selv om $4\frac{1}{2}$ pct. obligationerne ikke er i pari men blot kræver, at kursforskellen mellem $4\frac{1}{2}$ pct. og 4 pct. serier indsnævres.

Planen går ud på, at kurserne i åbne serier skal holdes 2 points lavere for 4 pct. end for $4\frac{1}{2}$ pct. obligationer, og kurserne i de lukkede $4\frac{1}{2}$ og 5 pct. serier skal holdes på et niveau, der fastlægges i forhold hertil.

De 2 points var arbitrært valgt, da det – bortset fra omkostningerne – i princippet vil kunne betale sig at konvertere fra $4\frac{1}{2}$ til 4 pct. obligationer, hvis blot den effektive rente af 4 pct. obligationer ligger under den effektive rente af $4\frac{1}{2}$ pct. obligationer, d. v. s. hvis kursspændvidden er mindre end den, der svarer til, at de to obligationstyper afkaster samme effektive rente. Med det aktuelle renteniveau, jfr. fig. 3.1, ville 60-årige lån i 4 og $4\frac{1}{2}$ pct. serier afkaste samme effektive rente ved en kursforskel på ca. 8 points, og en konvertering ville altså begynde at kunne betale sig, når kursforskellen var så meget mindre end 8 points, at konverteringsomkostningerne kunne dækkes¹⁾. Men skulle landbrugets rentebyrde lettes mærkbart, var

¹⁾ Mere generelt kan dette, jfr. f. eks. Poul Winding, *Det danske kapitalmarked*, side 527–531, udtrykkes som følger:

Hvis det lån, som optages, har en løbetid, der er lig det gamle låns restløbetid, vil en konvertering kunne betale sig, hvis ydelsen på det nye lån er mindre end ydelsen på det gamle lån. Ydelsen på et annuitetslån på 1 kr. med en restløbetid på n år og nominel

rente r , udgør $\frac{r(1+r)^n}{(1+r)^n-1}$. Kan obligationerne svarende til det gamle lån opkøbes til

kursen k_1 , og kan det nye låns obligationer afsættes til kursen k_2 , må der pr. krone rest-

det naturligvis nødvendigt, at spændvidden blev holdt væsentligt under 8 points, og man valgte altså at lægge sig fast på 2 points. Selv om den praktiske gennemførelse af konverteringen ordnes således, at omkostningerne for debitor kan indskrænkes til portoudgifter o. l., bevirker de to points kursspænding i sig selv, at rentelettelsen ved konvertering fra en $4\frac{1}{2}$ pct. til en 4 pct. serie reduceres fra 0,5 pct. til ca. 0,4 pct.

Da konvertering ved indsnævring af kursspændvidden vil kunne ske over markedet og uden nogen maskeret tvang over for obligationsejerne, kan man gå i gang straks uden at blive generet af opsigelsesvarsler. Hertil kommer, at konverteringen kan finde sted ved et hvilket som helst kursniveau, således at man ikke behøver at forrykke det sædvanlige forhold mellem kurserne på f. eks. by- og landkreditforeningsobligationer. Dette må antages at mindske behovet for obligationsopkøb og dermed krisefondens risiko, og man vil kunne begynde i de kreditforeninger, hvor behovet er størst, uanset om de pågældende obligationer noteres forholdsvis lavt.

Konverteringsplanen¹⁾ skal gennemføres ved, at krisefonden gennem markedsoperationer sørger for, at spændvidden på 2 points opretholdes. I første omgang skal den frivillige konvertering kun søges gennemført for de 6 rene landkreditforeninger med $4\frac{1}{2}$ og 5 pct. obligationer til 1,5 milliard kr., og krisefondens obligationskøb skal foreløbig afholdes inden for den fastsatte beløbsramme på 100 mill. kr. for nationalbankens udlån til krisefonden. Inden for denne beløbsramme vil nationalbanken deltage i krisefondens kursrisiko med 25 pct.²⁾

gæld af det gamle lån optages et nyt lån med pålydende $\frac{k_1}{k_2}$ kr.

Er den nominelle rente af det gamle og det nye lån henholdsvis r_1 og r_2 , kan den betingelse, at ydelsen af det nye lån skal være mindre end ydelsen af det gamle lån, udtrykkes som følger:

$$\frac{k_1}{k_2} \cdot \frac{r_2 (1+r_2)^n}{(1+r_2)^n - 1} < \frac{r_1 (1+r_1)^n}{(1+r_1)^n - 1} \quad \text{eller} \quad k_2 > k_1 \cdot \frac{(1+r_1)^n - 1}{r_1 (1+r_1)^n} \cdot \frac{r_2 (1+r_2)^n}{(1+r_2)^n - 1}$$

Er f. eks. $n = 60$ år, $r_1 = 4,5$ pct., $r_2 = 4$ pct. og $k_1 = 95$, fås $k_2 > 95 \cdot 41,3668 \cdot 0,02205 = 86,65$.

Idet der stadigvæk bortses fra omkostninger, vil en konvertering altså kunne gennemføres med fordel, så snart kursen for 4 pct. obligationer overstiger 86,65, forudsat $4\frac{1}{2}$ pct. obligationer kan indkøbes til kurs 95.

- ¹⁾ I tilknytning til konverteringen skal der gennemføres lovbestemmelser, som letter adgangen til at overføre reservefondsandele fra de konverterede serier til de nye serier, hvad der særlig kan være en fordel ved konvertering fra gamle serier. Der skal også åbnes en vis adgang til, at det nye lån kan forøges med eventuelle restancer og henstandslån, som, hvis de ikke omskrives til ny hovedstol, skal afdrages over 10 terminer.
- ²⁾ En del af repræsentantskabet stillede sig afvisende over for bankens deltagelse i kursrisikoen og ønskede i hvert fald beløbet begrænset til indeståendet på kurssikringskontoen (11 mill. kr.) af frygt for, at staten under oktrojforhandlingerne ville presse udløsningskursen for aktionærerne ned, hvis banken stod med et tab.

Planen får en ualmindelig positiv modtagelse hos sparekasserne, hovedbankerne, provinsbankforeningen, livsforsikringsselskaberne, Assurandør-Societetet og Overformynderiet, der alle tilbyder at stille deres beholdning af de pågældende obligationer til disposition. Det drejer sig i alt om 0,5 af de 1,5 milliard kr.

Det er for nationalbanken et væsentligt element i planen, at den er frivillig, og at eventuelle inflationstendenser skal holdes i ave. Banken opstiller derfor følgende fire politiske betingelser:

1. at der ikke bliver tale om tvangsforanstaltninger, som kan svække tilliden til obligationsmarkedet. Der tænkes her navnlig på, at forslag om renteskat o. l. må opgives, og at det klart tilkendegives, at 1. prioritets-ejerne ved at gå med til konvertering har ydet deres bidrag til gælds-sanereringen og dermed må være fuldt sikret mod, at der ved tvangsforanstaltninger gøres indgreb i deres rettigheder,
2. at der ikke foretages en yderligere tvungen nedsættelse af sparekasser-nes indlånsrente,
3. at der ikke „på anden måde“ må være adgang til højtforrentet anbringelse af kortfristede tilgodehavender. Der tænkes her specielt på, „at postgiroen ikke kan modtage disse enorme indskud fra enkelte institutioner eller enkelte personer . . . en virksomhed, der dog vist i ikke ringe grad må siges at ligge udenfor, hvad der er meningen med postgiroen“, og
4. at der ikke lægges politisk pres på nationalbanken for at sænke kronens værdi. Dette er en absolut og afgørende forudsætning.

På et møde i nationalbanken den 4. november 1933 går Hauge fuldt ind for planen og erklærer sig enig i de opstillede politiske forudsætninger og i, at der selvfølgelig må træffes en ordning således, at bankens udlån til krisefonden ikke influerer på afgiften til staten.

Schrøder og Hauge kommenterer planen med følgende udtalelser: „Men forholdet er jo dette, at planen er meget elastisk, og den åbner mulighed for, at man i det øjeblik, det bliver en ren fiasko, kan høre op, når det skal være og gå andre veje“ (Schrøder). „Hvorvidt denne aktion vil lykkes eller ikke, kan man ikke på forhånd sige noget afgørende om. Jeg håber, den vil lykkes, og jeg billiger fuldt ud, hvad direktør Schrøder sagde; det er ikke på nogen måde noget nyt for mig, at man går ind i sagen på den måde . . . Jeg ville ikke engang vove at gå ind i det sammen med nationalbanken, hvis man ikke på det tidspunkt, man skønnede det rigtigt og forsvarligt, kunne holde igen. Jeg vil ikke tage ansvaret for at blive tvunget til at udstede for 500 mill. kr. nye sedler og så have obligationer liggende i krisefonden som dækning for dem; jeg tror, det ville være usundt“ (Hauge).

Regeringen forelægger derefter den 8. november 1933 et lovforslag om

rentelettelse ved konvertering m. v., der forlænger og udvider den i foråret gennemførte konverteringslovs bestemmelser. Som noget nyt pålægges en kontant afgift ved konvertering af kreditforeningsgæld i ikke-landbrugs-ejendomme på som hovedregel $1\frac{1}{4}$ pct., og renten af visse andre prioriteter i landbrugsejendomme begrænses til 4 pct.

Debatten er ren idyl. Indenrigsministeren udtaler, at han aldrig ville have ovovet at lade staten gå ind i et konverteringsforsøg, der krævede, at kurserne skulle føres i pari, men at den foreliggende plan både er „udtryk for, hvad hensynet til erhvervslivet kræver, og hvad der må anses for at være fornøden baggrund for i det danske pengemarkeds tilstand“¹⁾.

Den hjælp, landbruget kan opnå ved konvertering, vurderes dog nu betydeligt lavere af venstre end af regeringen. „Men når nu dette forslag, hvad jeg i og for sig slet ikke tvivler om, bliver en skuffelse, en skuffelse for mange tusinder ud over vort land, så hænger dette sammen med den enorme overvurdering af betydningen af en rentelettelse, der har været forkyndt for vide kredse og er blevet troet af dem“ udtaler Krag²⁾.

Loven, der bl. a. standser udlån i 5 pct. og $4\frac{1}{2}$ pct. serier, vedtages enstemmigt i begge ting og træder i kraft den 16. december 1933. Nationalbanken nedsætter den 30. november – under konverteringslovens behandling – diskontoen til det historiske lavpunkt $2\frac{1}{2}$ pct.

Krisefondens obligationskøb begynder i januar 1934³⁾, og samtidig meddeles det de 6 landkreditforeninger, at der i disse foreninger garanteres en spændvidde på 2 points mellem åbne $4\frac{1}{2}$ pct. serier og 4 pct. serier, og at kursniveauet i 5 pct. serier og lukkede $4\frac{1}{2}$ pct. serier fastholdes svarende hertil. Indtil videre vil krisefonden ugentligt opgive kurser, hvortil der kan afregnes de følgende 2 uger.

I slutningen af februar opnår nationalbanken tilsagn om frivillig emissionskontrol med bankerne og fondsbørsens medlemmer vedrørende både obligationer og aktier, således at der skal en forudgående forhandling til før offentlig udbydelse⁴⁾.

¹⁾ Folketingstidende 1933/34, sp. 1081.

²⁾ Anf. st., sp. 1224–25.

³⁾ Obligationsskøbene foretages gennem krisefondens konverteringskontor, der låner personale af nationalbanken.

⁴⁾ Aftalen gled efterhånden i baggrunden, men påberåbes dog af nationalbanken i maj 1942, da et par provinsbanker havde udvidet aktiekapitalen uden forudgående forhandling. I 1944 arbejdes der på nationalbankens initiativ med en handelsministeriel bekendtgørelse til forebyggelse af „spekulationsprægede emissioner“, men den strandede på spørgsmålet om, hvem der skal afgøre, hvad dette udtryk dækker. Aftalen ophæves i april 1948 af nationalbanken „for så vidt angår emissioner af obligationer og aktier, der har til formål at give sunde, produktive foretagender ... midler til fornyelse, rationalisering og udvidelse ... samt ... nye virksomheder, som i særlig grad vil arbejde med eksport for øje“.

I marts udvides beløbsrammen for nationalbankens udlån til krisefonden med 20 mill. kr. til 120 mill. kr. med en tilsvarende udvidelse af bankens deltagelse i kursrisikoen¹⁾).

I maj meddeler nationalbanken imidlertid finansministeren, at den stadige uro fra landbrugets side nødvendiggør, at der må stilles flere midler til rådighed, for at markedet kan holdes. Nationalbanken ønsker beløbsrammen udvidet til 180 mill. kr., men finansudvalget vil kun gå med til 160 mill. kr., og kun hvis nationalbanken deltager i kursrisikoen for hele beløbet. Da sagen haster, presser nationalbanken på for at få en udvidelse til i hvert fald 140 mill. kr., hvilket tiltrædes af finansudvalget med et udtrykkeligt ønske om, at banken skal deltage i kursrisikoen også for de sidste 20 mill. kr.

Dette drøftes på et repræsentantskabsmøde den 19. juni, hvor direktionen og den kgl. bankkommissær går stærkt ind for nationalbankens deltagelse. Hauge siger direkte, at „folketingets finansudvalg og regeringen i det hele taget ikke vil kunne fortsætte med en konvertering, som nationalbanken har været med i, men som den har trukket sig ud af, det er givet“. Også Axel Nielsen støtter forslaget, idet han gør opmærksom på, „at når der skal begyndes på en konvertering, må en fond nødvendigvis midlertidigt komme til at ligge med store mængder af 4 pct. obligationer, nemlig indtil folk får vænnet sig til, at rentefoden i landet fremtidigt bliver 4 pct. i stedet for de tidligere 4½ pct.“ Bankerne ligger med store likvide beholdninger, men „så længe man ikke tror, at kursniveauet holder, og mener, at rentefoden i virkeligheden er 4½ pct., vil disse store kontante beholdninger jo ikke gå ind i obligationer, og der må derfor nødvendigvis være en fond, der tager stødet“.

Både direktionen og den kgl. bankkommissær giver udtryk for, at man med de 140 mill. kr. er nået til vejs ende, da vejen frem – som Hauge sagde – må være „en videre konvertering på et andet grundlag end det, der hidtil har været fulgt. Ikke fordi det grundlag ikke var rigtigt nok, men af forskellige grunde kan det ikke føres videre. Det ville tage alt for lang tid, og utilfredsheden ville vokse hos de folk, som skulle have nytte af konverteringen. Derfor må man gå til foranstaltninger, hvorved konverteringen kan gennemføres ganske anderledes hurtigt“.

Repræsentantskabet er imidlertid ikke tilbøjelig til at lade nationalbanken gå med til vejs ende, og det besluttet ikke at forøge bankens deltagelse i krisefondens kursrisiko ud over de allerede fastsatte 120 mill. kr. Den 27. august anmoder krisefonden de 6 landkreditforeninger²⁾ om foreløbig at

¹⁾ Baggrunden for udvidelsen var krisefondens medvirken til samlet konvertering af Creditkassen for Landejendomme i Østifternes 5 pct. serie på 40 mill. kr.

²⁾ Krisefondens skrivelse af 27. august 1934 til de 6 landkreditforeninger offentliggøres først i dagbladene den 10. september 1934.

holde inde med konverteringen under hensyn til kursforholdene¹⁾). Der var da konverteret ca. 500 mill. kr., og der forelå tilbud om konvertering af endnu 200 mill. kr. Men en række af de forsikringsselskaber, der havde givet tilsagn om ombytning, havde over for krisefonden tilkendegivet, at tilsagnet måtte anses for bortfaldet, fordi der nu noteredes mere end 2 points forskel mellem børskursen for 4½ pct. og 4 pct. obligationer. På denne baggrund ønskede krisefonden ikke at fortsætte med obligationskøb.

Tredje forsøg. Parikonvertering

Med den konverteringsplan, der tog form i begyndelsen af juni 1934, vender man tilbage til parikonvertering, altså en generel sænkning af renteniveauet.

Denne gang tog konverteringsplanen sit udgangspunkt i gældssaneringsudvalgets betænkning²⁾), hvor man finder, at den „nøje sammenhæng mellem landbrugets gældsbyrde og det danske kreditsystems organisation må føre til en erkendelse af, at alle, der er stærkest interesserede i ordnede forholds opretholdelse på dette område, må solidarisk yde bidrag til afværgelse af et muligt økonomisk sammenbrud“. En pludselig og voldsom afvikling af landbrugets gældsbyrde bør undgås, men gældsbyrden lettes ved en rentesækning. „Den igangværende konvertering har indtil videre haft en partiel karakter; men udvalget er af den formening, at konsekvensen af det alt tagne standpunkt må være, at der med alle til rådighed stående midler må gennemføres en *almindelig* konvertering af samtlige obligationer. Denne konvertering kræver som forudsætning – foruden den tilstedeværende naturlige nedgangsbevægelse for renten – en uomtvistelig tillid til hele det kreditsystem, hvis renteniveau skal nedbringes“.

Konkret foreslår udvalget, at maksimalrenten for indlån sænkes med ½ pct., og at den rentebesparelse, banker og sparekasser opnår herved, anvendes til at nedbringe renten af landbrugets kreditforeningslån og lån i pengeinstitutterne (inden for 60 pct. af ejendomsskyldværdien) til, hvad den enkelte landbruger faktisk i øjeblikket kan forrente. Renten af visse prioriteter, der ikke ejes af pengeinstitutter, foreslås nedsat til 4 pct., og endelig

¹⁾ Da man over for debitorerne havde lagt sig fast på spændvidden på 2 points mellem åbne 4½ pct. og 4 pct. serier, kunne konverteringen kun fortsætte, så længe det var muligt at erhverve 4½ pct. obligationer i markedet eller hos krisefonden for det provenu, der fremkom ved at afhænde 4 pct. obligationer til et 2 pct. større nominelt beløb.

²⁾ Gældssaneringsudvalget, der nedsattes den 19. februar 1934 med Axel Nielsen som formand, skulle afgive betænkning inden 1. september 1934, men på statsministerens henstilling fremskyndedes arbejdet, og udvalget afgav betænkning 31. maj 1934. Se Rigsdagstidende 1933/34, tillæg A, sp. 5209 ff.

foreslås afdragsydelsen af kreditforeningslån nedsat. Foranstaltningerne skal have midlertidig karakter og aftrappes over 5 år.

Regeringen, der er noget betænkelig ved en yderligere sænkning af indlånsrenten og den individuelle rentelettelse, udmønter gældssaneringsudvalgets betænkning i planer om en tvangskonvertering af 5 og $4\frac{1}{2}$ pct. kreditforeningsobligationer og orienterer allerede den 11. juni 1934 nationalbanken om disse planer.

Nationalbanken går atter stærkt imod tanken om tvangskonvertering, der ikke blot i øjeblikket, men også i fremtiden i høj grad kan svække tilliden til obligationsmarkedet. Derimod kan banken gå ind for en normal konvertering, altså serievis konvertering til pari, og vil gerne inddrage de private banker i forhandlinger herom. Der må i så fald tages stilling til, om konverteringen skal begrænses til landejendomme og til gældssaneringsudvalgets forslag om sænkning af indlånsrenten til finansiering af en individuel rentelettelse.

Regeringen går ind på disse vilkår, og der optages straks forhandlinger med de private banker, der stiller sig velvilligt til at medvirke til en parikonvertering, forudsat at konverteringen i første omgang begrænses til de 6 landkreditforeninger, der har indledt konvertering, dog således at de øvrige kreditforeningers lån i landejendomme til et samlet beløb af knap 200 mill. kr. kan medtages. Konverteringen vil så omfatte ca. 1 milliard kr., da der er konverteret eller foreligger tilbud om konvertering af ca. 700 mill. kr. af de 1,5 milliard kr., der skulle konverteres i de 6 landkreditforeninger.

Som yderligere forudsætninger for medvirken kræver bankerne, at indlånsrenten sænkes i forbindelse med en individuel rentelettelse, at der ikke kommer et politisk pres for sænkning af udlånsrenten, og at der om nødvendigt træffes foranstaltninger til midlertidig kontrol med obligationsudstedelsen.

Efter at disse betingelser er accepteret af regeringen, erklærer bankerne sig villige til at gå ind i et konverteringskonsortium sammen med nationalbanken, krisefonden og sparekasserne.

Planen forelægges sparekasserne og får her en ret gunstig modtagelse.

Den 27. juni 1934 fremsætter regeringen forslag til lov om landbrugets gældsforhold m. m., der bemyndiger indenrigsministeren til at påbyde konvertering til 4 pct. af kredit- og hypotekforeningernes 5 pct. og $4\frac{1}{2}$ pct. udlån i landbrugsejendomme, og midlertidigt nedsætter renten af anden prioritetsgæld i landbrugsejendomme til $4-4\frac{1}{2}$ pct. Konverteringsafgiften for byejendomme forhøjes til 3 pct., og der lukkes i 2 år for tillægslån.

Ud over dette konverteringsafsnit indeholder lovforslaget bestemmelser om sænkning af maksimalrenten med $\frac{1}{2}$ pct. og om individuel rentelettelse på linie med gældssaneringsudvalgets forslag. Der er også moratorie- og

akkordbestemmelser, der tager sigte på, at dygtige landmænd kan fortsætte driften, selv om gælden ikke i øjeblikket kan forrentes¹⁾).

Regeringen fremhæver, at lovforslaget må betragtes under ét som et konverteringsgrundlag, der har opnået bankernes tilslutning. Oppositionen vil imidlertid kun gå med til at gennemføre konverteringsafsnittet og moratorie- og akkordbestemmelserne, mens den individuelle rentelettelse betragtes som en almisse og ønskes erstattet med sænkning af ejendomsskatterne og prishævende foranstaltninger. De konservative afviser enhver sænkning af maksimalrenten og konstaterer „det tillidsbrud, der foreligger med hensyn til nationalbankens og regeringens løfte over for sparerne“²⁾).

Lovforslagets udvalgsbehandling resulterer i en henvendelse til bankerne om, hvorvidt de vil medvirke til konverteringen, hvis kun konverteringsafsnittet og moratorie- og akkordbestemmelserne gennemføres.

Hertil svarer bankerne den 8. august, at deres tilslutning til konverteringsplanen er givet under forudsætning af, at lovforslaget gennemføres i sin helhed. Sænkningen af indlånsrenten i forbindelse med den foreslåede individuelle rentelettelse skønnes at sikre, at landbrugets 1. prioriteter kan forrentes med 4 pct. og er dermed af afgørende betydning for, om konverteringen kan gennemføres. Hvis konverteringen nu skal gennemføres på et andet grundlag, vil bankerne tage særskilt stilling til det nye grundlag.

Bankerne spørges herefter om, hvorvidt de anser regeringens plan for det eneste acceptable grundlag. Spørgsmålet besvares den 15. august med, at bankerne nok er villige til at overveje andre planer, men kun hvis de genskaber den fornødne tillid til obligationsmarkedet.

På baggrund af denne udtalelse fremsætter venstre og de konservative den 16. august 1934 en konverteringsplan, der går ud på ved dispensationer fra bank- og sparekasseloven at sikre det konsortium, der påtager sig konverteringsrisikoen, en afviklingsperiode på 10 år samtidig med, at pengeinstitutternes andel i konsortiet formindskes, og krisefondens øges³⁾). Dette grundlag afvises den 21. august af bankerne, da det ikke skaber den fornødne spændvidde mellem indlånsrenten og obligationsrenten og i øvrigt ikke skaber betingelser for den fornødne tillid til en konvertering.

Venstre foreslår så, at der som alternativ til en sænkning af indlånsrenten indføres en konverteringsskat, hvad bankerne blankt afslår at gå

¹⁾ Moratorie- og akkordbestemmelserne bygger på en betænkning udarbejdet af Vinding Kruse, der ikke havde ønsket at indtræde i gældssaneringsudvalget.

²⁾ Folketingstidende 1933/34, sp. 5502.

Handelsministeren udtalte i en erklæring den 23. juli 1934, at det tilsagn, der i efteråret 1933 blev givet sparekasserne, om at renten ikke vil blive yderligere tvangsnedsat under konverteringen, må betragtes som bortfaldet, da den frivillige konvertering ikke har kunnet gennemføres.

³⁾ Krisefondens andel var under forhandlingerne anslået til $\frac{1}{6}$, men foreslås nu forhøjet til $\frac{1}{4}$, der først skal afvikles efter pengeinstitutternes andel.

med til. Samtidig bliver det fremhævet af nationalbanken, „at denne forespørgsel, såvel som den langvarige behandling af sagen, med forsøg på at komme andre veje end de oprindelig foreslåede, rummer en betydelig fare for sagens løsning, idet tilliden til konverteringens heldige forløb allerede er svækket, så det er med største betænkelighed, man nu ser på sagens videre udvikling“¹⁾).

Resultatet bliver da også, at rigsdagen hjemsendes den 7. september, uden at der er opnået enighed om en konverteringsplan.

Der gøres imidlertid endnu et forsøg på at redde konverteringen i land. Den 6. november 1934 fremsætter regeringen forslag til lov om konvertering og særlige foranstaltninger vedrørende landbrugets gæld ud fra „den opfattelse, at tidspunktet må anses for gunstigt for en tilbundsående konvertering“²⁾).

Der sigtes nu på serievis konvertering til 4 pct. af samtlige 4½ og 5 pct. kreditforeningsobligationer til et samlet beløb af 2,6 milliarder kr. med bemyndigelse for indenrigsministeren til at påbyde konvertering i disse serier. Der indføres en konverteringspræmie på 2 pct. og 4 pct. ved frivillig konvertering af henholdsvis 4½ pct. og 5 pct. obligationer. Konverteringspræmien skal betales af låntageren i form af konverteringsgodtgørelse. Handelsministeren bemyndiges til at opretholde maksimalrenten for indlån og eventuelt sænke den yderligere for nye indlån, idet pengeinstitutternes besparelse i så fald skal anvendes til sænkning af udlånsrenten. Hvor udlånsrenten ligger uforholdsmæssigt højt, kan handelsministeren efter at have indhentet udtalelse fra nationalbanken og henholdsvis bank- eller sparekassetilsynet over for det enkelte pengeinstitut påbyde en sænkning. Ligesom i det tidligere lovforslag pålægges der endvidere byejeendomme en konverteringsafgift på 3 pct., og der fastsættes en maksimalrente på 4-4½ pct. for anden prioritetsgæld i landbrugsejeendomme end kredit- og hypotekforeningslån.

Ud over konverteringsafsnittet er der moratorie- og akkordbestemmelser på linie med det tidligere lovforslag. Der er stadig bestemmelser om individuel rentelettelse.

Regeringen fremhæver, at der først må skabes et politisk grundlag for konverteringen, før der indledes forhandlinger med pengeinstitutterne om det finansielle grundlag for konverteringskonsortiet.

Oppositionen kritiserer kraftigt, at regeringen har ladet konverteringen gå i stå i de 6 landkreditforeninger, hvor konverteringsloven af 16. december 1933 godt kunne have holdt konverteringen i gang. Det erkendes dog, at der virkelig er behov for et nyt konverteringsgrundlag. Men lovforslaget kan ikke accepteres, så længe det indeholder bestemmelser, som ikke ved-

¹⁾ Rigsdagstidende 1933/34, tillæg B, sp. 2303.

²⁾ Folketingstidende 1934/35, sp. 936.

kommer konverteringen, og som der er uenighed om (navnlig individuel rentelettelse og bemyndigelse til at sænke indlånsrenten). Derimod kan man gå med til, at konverteringsafsnittet med visse ændringer gennemføres særskilt. Fra venstres side ønskes handelsministerens bemyndigelse til at påbyde en sænkning af maksimalrenten for nye indlån begrænset til større indlån og helst erstattet med en ordning, hvorefter pengeinstitutterne under konverteringen skal binde indlånsstigninger i 4 pct. obligationer. Også de konservative tager forbehold over for en sænkning af indlånsrenten, men vender sig navnlig imod, at handelsministeren gives „en så uhyggelig magt“¹⁾, at han kan foreskrive pengeinstitutterne bestemte udlånssetser.

Regeringen accepterer efterhånden oppositionens krav om, at konverteringsafsnittet gennemføres som en særlig lov, men lægger stadig vægt på, at der udarbejdes en endelig konverteringsplan, før der optages forhandlinger med pengeinstitutterne for ikke igen at komme i en situation, hvor rigsdagen afviser et af regeringen og bankerne tiltrådt grundlag. Oppositionen mener dog ikke, at konverteringsloven kan gives en endelig formulering, inden man kender pengeinstitutternes indstilling til planen. Efter intense forhandlinger når de 4 store partier endelig natten mellem den 13. og 14. december 1934 til enighed om et politisk protokollat om optagelse af forhandlinger med pengeinstitutterne om dannelse af et konverteringskonsortium på det grundlag, at konverteringsafsnittet gennemføres som særskilt lov, dog uden bemyndigelse for handelsministeren til at påbyde sænkning af udlånsrenten²⁾.

På et møde i statsministeriet den 19. december viser det sig imidlertid, at bankerne stadig stiller sig afvisende til en samlet konvertering af 4½ pct. og 5 pct. kreditforeningsobligationer, da der her vil blive tale om at påtage sig garantier af et omfang, som intet ansvarligt pengeinstitut vil gå ind i helt uanset dispensationer fra bank- og sparekasseloven og uanset, hvordan risikoen fordeles mellem de private pengeinstitutter, nationalbanken og staten. Følgerne af en sådan konvertering vil være uoverskuelige og i høj grad inflationsfremmende, også hvis konverteringen underbygges af en yderligere sænkning af indlånsrenten.

Hvis bankerne overhovedet skal medvirke til en konvertering til pari, kræves der politisk garanti for, at kronens værdi fastholdes, samt at sparekasserne skal inddrages i konverteringsforhandlingerne. På disse vilkår vil bankerne medvirke til en trinvis konvertering, „uden at man dog på forhånd kan forudsige muligheden for en fuldstændig gennemførelse af den påtænkte konvertering af samtlige omhandlede ca. 2½ milliarder kr. kredit-

¹⁾ Anf. st., sp. 1486.

²⁾ Den 20. december vedtages det enstemmigt at forlænge maksimalrentebestemmelserne til udgangen af marts 1935.

Tabel 3.1 Oversigt over konvertering af kreditforeningslån i perioden januar 1934–august 1935

		Afgang		Tilgang		Nettotilgang
		Antal lån	mill. kr.	Antal lån	mill. kr.	mill. kr.
Januar	1934	55	4,1	54	4,4	0,3
Februar	–	804	19,6	651	24,7	5,1
Marts	–	4.246	96,5	4.196	113,2	16,7
April	–	5.855	121,9	5.022	132,0	10,1
Maj	–	5.965	107,0	4.632	98,2	– 8,8
Juni	–	6.309	87,7	5.245	86,7	– 1,0
Juli	–	3.519	73,0	2.192	59,0	–14,0
August	–	3.384	65,4	3.335	78,5	13,1
September	–	2.139	36,4	1.240	23,4	–13,0
Oktober	–	1.092	20,6	974	20,9	0,3
November	–	1.360	86,8	1.220	86,6	– 0,2
December	–	799	42,6	661	41,7	– 0,9
Januar	1935	366	8,2	303	8,0	– 0,2
Februar	–	157	2,8	139	3,6	0,8
Marts	–	92	1,1	70	1,3	0,2
April	–	38	0,5	27	0,5	0,0
Maj	–	41	0,4	35	0,5	– 0,1
Juni	–	15	0,2	12	0,2	0,0
Juli	–	8	0,1	6	0,1	0,0
August ¹⁾	–	13	0,1	13	0,1	0,0
Jan. 34–aug. 35.		36.257	775,0	30.027	783,6	8,4

Statistiske Efterretninger.

¹⁾ Herefter andrager den årlige konvertering under 1 mill. kr.

foreningsobligationer¹⁾. En trinvis konvertering må nødvendigvis starte med den mest konverteringsmodne del af obligationsmassen, altså i bykreditforeningerne. Skal konverteringen i landkreditforeningerne fortsættes, må der derfor sideløbende med den trinvise konvertering til pari gennemføres foranstaltninger til genoptagelse af konverteringen i henhold til konverteringsloven af 16. december 1933.

Politisk gives der grønt lys for disse planer, og bankerne indleder den 10. januar 1935 forhandlinger med sparekasserne for at få dem til at gå med i det konverteringskonsortium, der skal påtage sig den trinvise parikonvertering foreløbig omfattende ca. 650 mill. kr. Konverteringsrisikoen tænkes fordelt med 100 mill. kr. på staten, 100 mill. kr. på nationalbanken og de resterende 450 mill. kr. på de private banker og sparekasserne²⁾.

¹⁾ Rigsdagstidende 1934/35, tillæg B, sp. 777–78.

²⁾ For pengeinstitutter med en balance under 300.000 kr. skal deltagelse være frivillig. Ligger balancen mellem 300.000 kr. og 1 mill. kr., skal garantien udgøre 4,3 pct. af balancesummen og 8,6 pct., hvis balancen ligger over 1 mill. kr.

Tabel 3.2 Nationalbankens og krisefondens obligationsbeholdning 1931-39

	1931			1932			1933			1934		
	Nat.- bkn.	Krise- fonden	Til- sam- men	Nat.- bkn.	Krise- fonden	Til- sam- men	Nat.- bkn.	Krise- fonden	Til- sam- men	Nat.- bkn.	Krise- fonden	Til- sam- men
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Januar	44,3	.	44,3	49,5	.	49,5	114,9	.	114,9	135,5	17,8	153,3
Februar	43,1	.	43,1	55,0	.	55,0	101,3	.	101,3	147,4	39,9	187,3
Marts	42,7	.	42,7	57,3	.	57,3	98,7	.	98,7	146,5	61,6	208,1
April	42,7	.	42,7	63,2	.	63,2	101,4	.	101,4	152,8	78,4	231,2
Maj	43,6	.	43,6	67,4	.	67,4	102,6	—	102,6	158,9	79,6	238,5
Juni	41,6	.	41,6	63,9	.	63,9	106,3	—	106,3	150,4	86,2	236,6
Juli	40,6	.	40,6	61,3	.	61,3	111,9	—	111,9	149,7	123,7	273,4
August	38,9	.	38,9	63,4	.	63,4	123,4	—	123,4	131,3	138,6	269,9
September	38,2	.	38,2	62,9	.	62,9	119,7	—	119,7	145,3	138,7	284,0
Oktober	38,7	.	38,7	88,4	.	88,4	124,0	—	124,0	139,1	135,5	274,6
November	51,1	.	51,1	121,1	.	121,1	126,1	—	126,1	135,1	135,1	270,2
December	48,5	.	48,5	145,4	.	145,4	119,7	—	119,7	141,4	133,6	275,0

Anm.: Nationalbankens obligationsbeholdning inkluderer aktier, jfr. bilagstabel VI. Fra slutningen af 1937 afviger tallene i tabel 3.2 fra tallene i bilagstabel VI i det omfang, der i de offentliggjorte balancer er bogført danske obligationer i fremmed valuta under konto-kurant.

Sparekasserne stiller sig imidlertid meget afvisende til at påtage sig nogen form for garantiforpligtelse, selv om bankerne er villige til at forhandle om fordelingen af garantiforpligtelsen og eventuelt vil nøjes med et tilsagn om, at sparekasserne står som undergaranter for en nærmere aftalt kvote.

Derimod kan sparekasserne tænke sig at støtte konverteringen ved at binde halvdelen af deres indlånsstigning i 4 pct. obligationer¹⁾, men dette tilbud afvises af bankerne som utilfredsstillende, bl. a. fordi en sådan ordning efter sagens natur først vil føre til obligationskøb, efter at konverteringen er startet.

Da det viser sig, at der ikke er grundlag for at fortsætte forhandlingerne, meddeler sparekasserne den 19. januar 1935 statsministeren, at det er „sparekassernes enstemmige opfattelse, at påtagelse af garantier er udprægede bankopgaver, og at sparekassernes medvirken ved dannelsen af det

¹⁾ Den 23. november 1934 havde sparekasserne over for folketingets konverteringsudvalg protesteret mod en sænkning af indlånsrenten, der ville true likviditeten alvorligt, og tilbudt i stedet at binde en del af indlånsstigningen i 4 pct. obligationer under konverteringen.

1935			1936			1937			1938			1939		
Nat.-bkn.	Krise-fonden	Til-sam-men	Nat.-bkn.	Krise-fonden	Til-sam-men	Nat.-bkn.	Krise-fonden	Til-sam-men	Nat.-bkn.	Krise-fonden	Til-sam-men	Nat.-bkn.	Krise-fonden	Til-sam-men
mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
141,4	133,3	274,7	84,9	133,5	218,4	55,5	119,6	175,1	68,6	105,7	174,3	161,5	52,8	214,3
151,5	133,5	285,0	84,1	133,4	217,5	56,4	119,6	176,0	76,4	105,7	182,1	165,9	52,8	218,7
153,3	134,7	288,0	78,6	133,5	212,1	54,3	115,9	170,2	96,4	94,4	190,8	169,2	49,6	218,8
152,6	134,7	287,3	75,7	133,5	209,2	54,3	115,9	170,2	106,4	84,4	190,8	183,1	39,5	222,6
149,8	134,7	284,5	74,3	133,5	207,8	53,1	115,9	169,0	110,3	84,4	194,7	186,5	39,5	226,0
148,3	134,6	282,9	70,9	133,3	204,2	52,9	115,9	168,8	115,8	84,2	200,0	180,2	39,5	219,7
129,7	134,4	264,1	64,7	133,2	197,9	52,0	115,7	167,7	113,1	83,0	196,1	185,6	29,3	214,9
126,7	134,4	261,1	63,6	133,1	196,7	51,6	115,7	167,3	123,2	72,9	196,1	188,5	29,3	217,8
121,7	134,4	256,1	60,7	133,2	193,9	53,4	115,7	169,1	131,6	72,9	204,5	217,6	.	217,6
111,2	134,4	245,6	59,5	133,2	192,7	58,0	115,7	173,7	146,2	63,0	209,2	214,1	.	214,1
95,8	134,5	230,3	55,2	133,2	188,4	64,0	115,7	179,7	147,9	63,0	210,9	213,4	.	213,4
94,0	134,3	228,3	49,6	132,9	182,5	74,7	105,7	180,4	152,5	62,8	215,3	188,8	.	188,8

foreslåede garantikonsortium, hvad enten dette sker direkte eller i form af undergarantier, er stridende mod sparekasselovens § 1, 2. stykke, og sparekasserne kan dels under hensyn hertil, dels under hensyn til sparekasseinstitutternes almindelige stilling i samfundet som modtagere og forvaltere af landets sparemidler ikke finde det forsvarligt, at sparekasserne – selv efter en ændring af sparekasseloven – tvinges ind i forretninger af denne art, der da også under tidligere konverteringer udelukkende er blevet forvaltet af bankerne¹⁾).

Hermed er forudsætningerne for bankernes deltagelse i et konverteringskonsortium faldet bort. Dette meddeles statsministeren i skrivelse af 21. januar 1935, hvori det bl. a. hedder, „at en samlet deltagelse i konsortiet af så godt som alle landets pengeinstitutter må anses for påkrævet for straks fra første færd at give hele sagen den nødvendige moralske støtte over for publikum ved at fastslå pengeinstitutternes indbyrdes sammenhold om den påtænkte opgave“²⁾).

Efter at statsministeren den 22. januar har meddelt, at det må anses for

¹⁾ Rigsdagstidende 1934/35, tillæg B, sp. 771.

²⁾ Anf. st., sp. 787.

umuligt at danne et konverteringskonsortium på det grundlag, der var politisk enighed om, falder obligationskurserne den 23. januar med indtil 7 points.

Med sammenbruddet af forhandlingerne med pengeinstitutterne er også det politiske protokollat om konverteringens gennemførelse bortfaldet.

I forårsmånederne gøres dog et sidste forsøg på at genoplive konverteringen gennem et forlig mellem regeringen og venstre. Men heller ikke dette fører til noget resultat, og da rigsdagen hjemsendes i begyndelsen af maj, ligger det klart, at alle planer om en storstilet konvertering for tiden er skrinlagt.

Den 15. juli 1935 bortfalder maksimalrentebestemmelserne.

Den samlede konvertering kom op på knap 800 mill. kr., jfr. tabel 3.1, side 197. Heraf var ca. 500 mill. kr. konverteret i landkreditforeningerne. Virkningen på obligationsmassens fordeling efter nominel rentefod ses af tabel 11.2, side 243.

Afviklingen af krisefonden begynder i maj 1936, idet dens aktiver og passiver efterhånden overtages af nationalbanken, uden at der konstateres noget bogholderimæssigt tab.

Hvorfor lykkedes det ikke at sænke renten?

Konverteringsforsøget slog fejl i den forstand, at vi ikke fik et almindeligt rentefald, og at kun en mindre del af landbrugets gæld blev konverteret. Det var et betydeligt prestigetab, fordi der var sat så mange kræfter ind på at opnå et resultat på trods af, at man vidste, at den umiddelbare gevinst for landbruget var ret beskedet.

Det er fristende at udpege en enkelt årsag til, at det ikke lykkedes; men den foregående gennemgang synes at vise, at der i alle kredse var for stor skepsis over for tanken om, at man kunne beherske renteniveauet uden at skulle øge likviditeten så meget, at der ville være risiko for en alt for stærk ekspansion og dermed belastning af valutabeholdningen.

Det har igennem århundrederne været et stadig tilbagevendende spørgsmål, i hvor høj grad renten er konventionelt bestemt, og man kan ikke sige, at konverteringsforsøget giver svar på dette spørgsmål. Kun en ting kan man sige med nogenlunde sikkerhed, nemlig at i det omfang renten er konventionelt bestemt, er det meget vanskeligt at påvirke konventionerne.

Det antages i almindelighed, at den lempelse af kreditpolitikken, som begyndte allerede i slutningen af 1932 ved de store obligationskøb fra nationalbankens side, var medvirkende til at sætte nyt liv i boligbyggeriet, som havde været på et lavpunkt i 1932. Hertil kom også, at der atter blev indført statsstøtte til boligbyggeri.

Den forøgede aktivitet førte ikke i 1933 til nogen forøgelse af bankernes

udlån, jfr. figur 2.1, men i løbet af 1934 til en forringelse af betalingsbalancen. I november 1934 indfører hovedbankerne større tilbageholdenhed med ydelse af lån til boligbyggeri af frygt for en byggekrise, og i januar 1935 erklærer bankerne, at de ikke vil give lån til byggeforetagender, før der foreligger samtlige fornødne valutaattester¹⁾.

Ifølge avisreferater (se også side 207) sker dette efter henstilling fra nationalbanken, der ligeledes skulle være initiativtager til en særlig skarp nedskæring af bevilling af valutaattester til byggematerialer.

Indenrigsminister Dahlgaard erklærer dog i folketinget i begyndelsen af februar 1935, at nationalbanken ikke tilsigter at lægge boligbyggeriet hindringer i vejen ved at nægte valuta til indførsel af byggematerialer, men – tilføjes det – alle er jo interesserede i, at byggeriet foregår jævnt²⁾.

Det igangværende boligbyggeri viser dog ikke så store udsving, som det ofte antages i debatten, jfr. følgende oversigt:

Antal lejligheder under opførelse i byer med forstæder og større landkommuner 1930–39

Primo juli 1930	11.200	Primo juli 1935	14.900
– 1931	13.900	– 1936	14.500
– 1932	6.800	– 1937	13.100
– 1933	13.900	– 1938	10.800
– 1934	15.800	– 1939	17.900

Statistiske Efterretninger.

Bortset fra det store dyk i 1932 synes byggerytmen at have været forholdsvis jævn, men det udelukker selvsagt ikke, at byggeaktiviteten kunne være blevet større i 1935, hvis man ikke havde strammet importtilladelser til byggematerialer og skærpet kreditvilkårene³⁾.

Dette problem blev dog hurtigt overskygget af L.S.' forsøg på at fremtvinge en yderligere devaluering ved at holde valutaen tilbage.

¹⁾ En avis udtrykker det på følgende måde: „Handelsbalancens store underskud er tilstrækkeligt stopsignal. Selv regeringen ser faren ved fortsat at forcere byggeriet af hensyn til beskæftigelsen. Og hvad nytter det at have billige penge, når man ikke tør bruge dem“ (Jyllands-Posten den 27. januar 1935).

²⁾ Folketingstidende 1934/35, sp. 3498.

³⁾ Som et led i forberedelserne til pengehistorien blev der foretaget en større statistisk undersøgelse af boligbyggeriet i København og de omliggende kommuner. Der kunne ikke konstateres nogen væsentlig samvariation mellem rente og boligbyggeri, jfr. E. Hoffmeyer og K. Mordhorst, *Determinants of Fluctuations in House-Building in Denmark 1880–1940* i A. A. Nevitt (ed.) *The Economic Problems of Housing*, International Economic Association, London 1967.

4. Valutaaktionen. Forsøg på at gennemtvinge en yderligere devaluering

L.S. går til aktion

Det var på et tidligt tidspunkt en fremherskende opfattelse i landbrugs-kredse, at det var landbruget, der var nettovalutaindtjener og derfor dannede grundlaget for økonomien. Det øvrige samfund måtte give en rimelig pris for denne produktive indsats, og hvis det ikke skete frivilligt, måtte landbruget holde valutaen tilbage, indtil det øvrige samfund gav sig. Man kan kalde det en slags økonomisk borgerkrig.

Devalueringen i januar 1933 bragte ikke tilfredsstillende vilkår for landbruget, hvilket hænger sammen med, at det væsentlige i landbrugs-krisen var en bytteforholdsforringelse for landbruget over for alle andre sektorer, og i en sådan situation vil en partiel devaluering som regel kun give en forbigående ændring i de relative priser.

L.S. stiller sig bag en aktion for valutatilbageholdelse, som når sit klimaks i sommeren 1935. Planerne ulmede allerede ved afleveringspligtens ophævelse, jfr. side 171 ff, men bliver først truende, da mejerier og slagterier på et møde i L.S.' erhvervsudvalg den 29. juli 1933 giver næsten enstemmig tilslutning til forslaget om valutatilbageholdelse.

Dette foranlediger nationalbanken til den 31. juli at drøfte spørgsmålet med hovedbankerne, der erklærer, at der er enighed om ikke at yde finansiel støtte til en eventuel tilbageholdelse. Desuden enes man om at søge at påvirke provinsbankerne til at indtage samme holdning.

Nogle få dage senere indkaldes Andelsbanken til møde i nationalbanken, da man anser denne banks indstilling for afgørende for, om det vil være muligt for L.S. at gennemføre en aktion. Andelsbanken oplyser, at den for længe siden og også den foregående dag har modtaget henvendelse fra L.S., men begge gange blankt har afslået at medvirke til valutatilbageholdelse, og det tilkendegives, at Andelsbanken heller ikke i fremtiden vil deltage i finansiering af en sådan aktion.

Efter yderligere forhandlinger med hovedbankerne udsender nationalbanken den 7. august et cirkulære til de autoriserede valutahandlere, hvori man „på dertil given foranledning“ indskærper reglerne i et tidligere cirkulære af 2. juni 1932 om, at der ikke gennem kreditydelse må skabes mulighed for, at eksportvirksomheder kan tilbageholde fremmed valuta. Desuden sendes et særligt cirkulære gennem sparekassetilsynet til spare-

kasserne, hvori der udtrykkes forventning om, at disse „ikke under nogen form medvirker til forsøg på en spekulativ påvirkning af den danske kroners kurs“¹⁾).

De stadige krav om en yderligere devaluering er i den følgende tid medvirkende til, at nationalbanken søger at opnå eller forlænge kortfristede kreditmuligheder i udlandet, jfr. bilagstabel X og ligger også bag regeringserklæringen af 7. juli 1934 om kronekursen. Initiativet til udsendelse af denne erklæring kom fra nationalbanken, som fandt det nødvendigt, at statsministeren for at dæmpe spekulatationen mod kronen officielt tilkendegav, at man på dette punkt ville stå fast. Ordlyden blev:

„Over for disse rygter, hvorefter der fra oppositionel side skal blive stillet den betingelse for at tiltræde gældssaneringsforslaget, at kronens værdi sænkes, kan jeg sige, at regeringen ikke vil gå ind på nogen sådan betingelse. Man er bestemt på at opretholde den i januar 1933 sluttede overenskomst, og jeg kan tilføje, der er fuld enighed med nationalbankens ledelse om dette standpunkt“.

Den afgørende styrkeprøve kom i sommeren 1935, hvor L.S. tilrettelagde en storstilet aktion for at opnå bedre økonomiske vilkår for landbruget. På en stor generalforsamling i Odense den 16. juli var der bred tilslutning til at markere landbrugets krav ved et bondetog til kongen. Det gennemførtes den 29. juli, og som omtalt side 158 modtog kongen sammen med Stauning en deputation fra bondetoget.

Deputationen gav udtryk for landbrugets krav, således som de var formuleret på generalforsamlingen i Odense: sikkerhed for at landbruget opnår produktionsprisen ved prisordninger eller devaluering, lempelse af ejendomsskatter og fortsættelse af henstandslovgivningen. Hvis der ikke inden 14 dage skabtes klarhed over, om disse krav blev opfyldt, ville L.S. skride til valutastrejke.

Lederne blev af kongen henvist til forhandlinger med statsministeren, som nægtede at medvirke til, at kravene søgtes gennemført i den overordentlige rigsdagssamling, der åbnedes den 31. juli, og i stedet arrangerede en forhandling med de politiske partiers ledere, der nok udtrykte sympati for landbrugets vilkår, men bestemt afviste den yderliggående form, kravene var fremsat i, og henviste L.S. til landbokommissionen, hvor der forhandlede om landbrugets økonomi.

L.S. anbefalede den 15. august valutastrejke²⁾, der skulle omfatte slag-

¹⁾ Den 16. august 1933 beslutter krisefonden, at der ved bevilling af lån til eller indlån i banker og sparekasser skal anføres: På betingelse af, at det ikke under nogen form, direkte eller indirekte, ved bankens eller sparekassens hjælp muliggøres at tilbageholde fremmed valuta.

²⁾ Axel Nielsen havde i et indlæg i Politiken den 2. august advaret mod valutastrejken med den motivering, at den ikke kunne gennemføres.

terier, mejerier og landmænd. Der udarbejdes instrukser, hvorefter valutaaktionen kan gennemføres inden for lovens rammer. Følgende skridt anbefales:

1. Slagterier og mejerier hjemtager sterlingchecks og pundsedler og opbevarer disse i bankbokse eller pengeskabe. Leverandørerne får afregning i kroner, så længe kassebeholdning og kreditmuligheder slår til.
2. Når disse midler er brugt op, udstedes kroneveksler på grundlag af de deponerede engelske pengemidler. Disse veksler kan så diskonteres af leverandørerne.
3. Pundsedler kan eventuelt anvendes direkte til afregning over for leverandørerne.
4. Slagterier og eventuelt mejerier vil kunne udskyde afregningen med den engelske aftager – altså yde kredit.

Den 21. august afholder De samvirkende danske Andelsslagterier ekstraordinært delegeretmøde i Århus, hvor det konstateres, at der er et betydeligt flertal for at støtte L.S.-aktionen om at tilbageholde landbrugets eksportvaluta – actionen skulle dog være på lovens grund.

Samme aften beslutter nationalbanken i et direktionsmøde at forhøje diskontoen fra den 22. august med 1 pct. til $3\frac{1}{2}$ pct. Over for pressen meddeles det, at man ikke anser L.S.-aktionen for farlig, men at det ved diskonto-forhøjelsen tilkendegives, at man ikke passivt vil tolerere et angreb på landets valuta. Da muligheden for at opnå kredit til finansiering af valutatilbageholdelsen anses for afgørende for, om actionen kan gennemføres, er det alene af den grund rimeligt at forhøje diskontoen¹⁾.

Reaktionen fra L.S. udeblev heller ikke. I en skrivelse af 24. august til nationalbanken konstaterer man, at „det første skarpe skud mod det danske samfund i den tilspidsede situation affyredes af nationalbanken gennem diskonto-forhøjelsen“. Det hedder videre: „Nationalbanken fratager landbruget en part af eksportværdierne og forærer den til monopolindehaverne af valutaattesterne“. Det hævdes, at selv en opfyldelse af landbrugets krav „... betinger ikke engang halvdelen af den laveste tariffmæssige arbejds-løn for ufaglært arbejde...“.

For regeringen og nationalbanken gælder det om at få fastslået, at valutaaktionen ikke er lovlig.

Her er sagen i virkeligheden ganske klar. Man sondeede allerede i 1932 skarpt mellem hjemførselspligt for valuta og afleveringspligt. Ved hjem-

¹⁾ Nogle journalister tilføjede i deres kommentarer for egen regning, at valutaaktionen nok af nationalbanken var blevet benyttet som et påskud til at komme bort fra en abnorm lav diskonto.

førselspligt forstod man, at den indtjente valuta blev trukket hjem og stillet til disposition for det danske valutamarked. Hvis der tillige var afleveringspligt, måtte valutaen afleveres til nationalbanken til en af denne fastsat kurs, hvorimod der ville danne sig en fri markedskurs, hvis der ikke var afleveringspligt.

Sondringen kan måske forekomme subtil fra et økonomisk synspunkt, men fra et politisk og juridisk synspunkt var der ikke tvivl.

Under folketingsdebatten i marts 1932 om valutalovent havde Christmas Møller stillet spørgsmålet meget skarpt til Madsen-Mygdal. „Er det meningen, at eksportvaluta skal kunne blive i udlandet og vente med at føres hjem, eller hvad er meningen? At tågede talere ikke kan sige klart, hvad de mener, det er ligetil, men det ærede medlem må jo ganske koncist og bestemt vide, om sterling og anden valuta skal føres hjem, eller den ikke skal det, og om det, hvis den føres hjem, så er meningen, at man skal have lov til at oplægge den, eller man ikke skal have lov til det. Hvad er det ærede medlems mening?“¹⁾.

Madsen-Mygdal svarer bl. a.: „Det, jeg hele tiden har talt om her, er – som det ærede medlem vil finde i fortrykket – at jeg ønsker fri handel inden for landets grænser og en notering, der fremgår af forholdet mellem tilbud og efterspørgsel. . . . Men alle de andre restriktionsbestemmelser for valutaen . . . dem er vi rede til at give fortsat gyldighed. Dette gælder altså også en bestemmelse, som jeg ikke lægger særlig vægt på, fordi jeg tror, den er ret intetsigende, nemlig den om hjemførelse af valuta, idet det plejer at være det normale . . .“²⁾.

Christmas Møller bemærker hertil: „Men jeg forstår altså det ærede medlem hr. Madsen-Mygdal således, at valutaen skal hjemføres, der skal kun være fri handel inden for landets grænser. Valutaen skal hjemføres og naturligvis omdannes til danske kroner . . .“³⁾.

Der var altså ikke tvivl om, at valutaaktionen var ulovlig. Spørgsmålet var, hvorledes dette bedst kunne markeres.

Allerede den 22. august udarbejder nationalbanken et cirkulære, der udsendes dagen efter til de autoriserede valutahandlere, og hvori man indskærper de tidligere givne instrukser og gør opmærksom på, at hjemførselspligten først er opfyldt ved indsættelse af eksportprovenuet på en dansk banks konto i udlandet. Det indskræpes atter, at valutahandlerne har pligt til at medvirke til, at den indtjente valuta løbende stilles til disposition for det danske valutamarked, således at eksportvirksomheder ikke gennem unormale kreditydelser får mulighed for at tilbageholde valuta. Også

¹⁾ Folketingstidende 1931/32, sp. 4184–85.

²⁾ Anf. st., sp. 4193–94.

³⁾ Anf. st., sp. 4196.

denne gang videresender sparekassetilsynet efter nationalbankens ønske et lignende cirkulære til sparekasserne¹⁾.

Forberedelserne til valutaaktionen fortsætter imidlertid, og den 4. september udsender L.S. instruktion om aktionens iværksættelse med fuld virkning fra den 10. september.

I regeringen og nationalbanken overvejer man derfor en mere direkte tilkendegivelse over for offentligheden af indholdet af hjemførselspligten og drøfter udsendelse af en regeringserklæring herom, men tanken opgives på et ministermøde den 6. september, da man frygter, at den vil fremkalde „en irritation, der yderligere vil støtte aktionen“.

I stedet udarbejdes en handelsministeriel bekendtgørelse, der udstedes den 11. september²⁾. Heri slås det fast, at hjemførselspligten først er opfyldt, „når den fremmede valuta (mønt, pengesedler, veksler eller checks) er indsat på konto hos nationalbanken eller hos en af de af nationalbanken til modtagelse af sådanne beløb bemyndigede banker og vekselerere, hvilket skal ske uden unødigt ophold, og hjemførselen må ikke udskydes ved ydelse af henstand eller aftaler om betalingsvilkår, der ikke er af sædvanlig forretningsmæssig karakter“.

L.S. erklærer, at denne bekendtgørelse er en provisorisk fortolkning af valutaloven og opfordrer til en fortsættelse af valutastrejken. Men de fleste mejerier og slagterier opgav at medvirke til en aktion, der måtte betragtes som ulovlig, og der kunne ikke spores nogen væsentlig virkning på valutatilgangen. Derimod var aktionen nok medvirkende til, at Stauning i trontalen den 1. oktober udskrev valg, der skulle afholdes den 22. oktober. L.S. vedtog hurtigt at indstille valutaaktionen til efter valget, der fra socialdemokraternes side førtes under mottoet: Stauning eller kaos.

Valget gav et voldsomt mandattab for venstre og et mindre tab for de konservative, således at regeringspartiernes flertal i folketinget blev væsentlig forøget.

Herefter dør diskussionen om valutatilbageholdelsen bort³⁾.

¹⁾ Nationalbanken regner med, at bankerne ikke vil finansiere valutatilbageholdelse, men stoler ikke i samme grad på sparekasserne, hvilket bevirker, at filialerne får ordrer til at indsende alle andragender fra sparekasser om kredit i nationalbanken direkte til hovedsædet.

²⁾ Bekendtgørelsen er tiltrådt af regeringspartierne og de konservative på et møde i rigsdagens valutaudvalg.

³⁾ Aktionen gav anledning til en meget omtalt retssag. Bestyrelsen for Kolding Andels-svineslagteri vedtog at hjemtage sterlingsedler, som skulle anvendes som betaling til slagteriets leverandører. Hjemtagelsen skete den 30. september. Den 9. oktober rejser statsadvokaten ved højesteret anklage mod de 13 bestyrelsesmedlemmer, som hver idømmes 200 kr. i bøde den 18. oktober, hvilken dom stadfæstes ved vestre landsret allerede den 6. november. Det har åbenbart været magtpåliggende at gennemføre hurtig ekspedition.

5. Normalisering og afspænding

De billige penges politik opgives

Perioden fra efteråret 1935 til besættelsen i april 1940 forekommer ret begivenhedsløs ved siden af de foregående fire år fra sterlingkrisen i september 1931.

Det var, som om tingene faldt på plads fra efteråret 1935 til efteråret 1936.

De billige penges politik blev i praksis opgivet ved nationalbankens diskontoforhøjelse den 22. august 1935, der ganske vist var kædet så nøje sammen med L.S.' valutaaktion. I foråret var nationalbanken begyndt at nedbringe sin obligationsbeholdning – den nedbringes gradvis over en to-årig periode med små 120 mill. kr. svarende til ca. 40 pct., når man regner nedbringelsen i forhold til nationalbankens og krisefondens samlede beholdninger, jfr. tabel 3.2, side 198.

I et internt notat af Hartogssohn¹⁾ hedder det, „at nationalbanken ikke på noget tidspunkt i ord har tilkendegivet, at de billige penges periode er slut. Til gengæld har banken tydelig nok i handling tilkendegivet, at en vis sammentrækning af kreditten og af den økonomiske aktivitet var ønskelig af hensyn til valutasituationen og for at undgå en byggevirksomhed, til hvilken der ikke var kapital nok.

De tre faktisk anvendte metoder har været: Obligationssalg fra ultimo marts til nu, nemlig en nedbringelse af beholdningen fra 153 til 95 mill. kr. (heraf 11 mill. kr. afskrivning af kurstab). Endvidere er der blevet truffet aftale med hovedbankerne om en vis tilbageholdenhed med hensyn til kreditydelse til boligbyggeri, og endelig har der været kreditindskrænkning under den form, at fremmed valuta er blevet nægtet gennem valuta-kontoret.

De billige penges politik opstod som middel til at gennemføre en konvertering. Konverteringen er aldrig blevet officielt opgivet, og under den ene eller den anden form omtales rentesækning stadigvæk såvel i regeringspartiernes som i oppositionens udtalelser.

¹⁾ Daværende fuldmægtig i nationalbanken, direktør 1956–63. Notatet, der er dateret 3. december 1935, var foranlediget af L.S.-manden Hartels udtalelser i rigsdagen den 28. november 1935 om rentepolitikken.

En skarp tilkendegivelse af at man vedkender sig offentligt, at de billige penges politik er slut til en vis grad, vil være i overensstemmelse med de faktiske økonomiske forhold og i høj grad være i overensstemmelse med de handlinger, der er foretaget i indeværende år, men i politisk henseende synes det inoportunt, om en sådan udtalelse fremkom“.

Valutacentralens fortsatte beståen sikres med udfaldet af folketingsvalget i efteråret 1935, og valutaloven forlænges for 2 år, idet der indføres noget mere elasticitet ved udstedelsen af bevillinger og en, omend stærkt begrænset, adgang til indgriben over for urimelige prisstigninger som følge af importreguleringen.

I april 1936 vedtages loven om Danmarks Nationalbank efter flere for-gæves forsøg i de foregående år.

I samme måned gennemføres gældssaneringsloven, hvorved staten stiller 100 mill. kr. til rådighed som lån til sanering af landbrugets gældsforhold¹⁾.

Endelig tillader indenrigsministeriet i juni, at der igen udstedes 4½ pct. obligationer, ligesom konverteringsafgiften ophæves.

I perioden fra midten af 1933 til efteråret 1936 forbedredes bytteforholdet i udenrigshandelen, beskæftigelsen steg, og bankernes udlån voksede med 20 pct. for perioden som helhed.

Udlånseksansionen var særlig kraftig i 1936, på trods af at nationalbanken havde strammet kreditpolitikken i 1935. Udlånsforøgelsen blev i 1936 med godt 9 pct. den stærkeste i et enkelt år i 1930'erne, jfr. tabel 20.1, side 322.

Presset på valutabeholdningen øgedes, og nationalbanken forhøjede derfor den 19. november diskontoen med ½ pct. til 4 pct. I forvejen var obligationsrenten som følge af stigning i aktiviteten og stramning af likviditeten begyndt at stige, jfr. figur 20.1, side 328.

Denne i og for sig beskedne ændring gav anledning til politisk debat²⁾.

I direktionsprotokollen hedder det: „Der var om beslutningen forhandlet med den kgl. bankkommissær og finansministeren, som fremsatte deres bemærkninger til nationalbankens synspunkter. For direktionen havde det været afgørende, at der i den senere tid havde været en tiltagende svag-hed i valutastillingen, ligesom direktionen havde haft det indtryk, at der

¹⁾ Saneringslån ydes til landmænd, hvis prioritetsgæld overstiger panteværdien med mindst 10 pct. Lånene må højst udgøre 25 pct. af panteværdien og skal, når saneringen er gennemført, have sikkerhed inden for 110 pct. af panteværdien. Lånene er afdragsfri i 5 år og afdrages herefter med 2 pct. årligt. Renten er i de 2 første år 1,5 pct., derefter konjunkturbestemt (4½ pct. reguleret op eller ned med 2 pm. for hver 1 pm. forrentningsprocenten beregnet på grundlag af landbrugskapitalens bogførte værdi henholdsvis overstiger eller ligger under 4,5 pct.). Lånene udbetales i 4½ pct. statsobligationer.

²⁾ Den socialdemokratiske presse støtter diskontoforhøjelsen.

er en almindelig tendens til kreditudvidelse i tilslutning til den allerede meget stærke aktivitet, som er nået i erhvervslivet“.

Samme dag som diskontoen forhøjes, anmelder Det frie Folkeparti følgende forespørgsel til handelsministeren, J. Kjærboel¹⁾: „Hvad er regeringens bevæggrunde til gennem den foretagne diskontoforhøjelse at gå ind for en rentestigningspolitik?“

Dagen efter understreger handelsministeren i forbindelse med fremsættelse af lovforslag om ændring af valutaloven, „at diskontoen ikke fastsættes af regeringen. Ifølge nationalbankens forfatning fastsættes diskontoen af bankens direktion, der alene, før ændring sker, skal underrette finansministeren og handelsministeren derom. . . . Hverken finansministeren eller jeg havde noget kendskab til den påtænkte diskontoforhøjelse før i forgårs – jeg for mit vedkommende i forgårs middag. Diskontoforhøjelsen er altså ikke udtryk for nogen ændret rentepolitik fra regeringens side“. „Denne diskontoforhøjelse er et udtryk for nationalbankens selvstændige skøn over, hvad den pengemæssige situation gør naturligt og rigtigt. Bankens direktion har, således som det er dens ret og pligt, overvejet, hvad der taler for og imod, og er nået til det resultat, at en diskontoforhøjelse var rigtig, og derefter har banken, således som det er sket, uden videre vrøvl iværksat forhøjelsen“²⁾.

Handelsministeren anmoder nationalbanken om at udarbejde en redegørelse for bevæggrundene til diskontoforhøjelsen til brug for folketingsdebatten om forespørgselen.

Nationalbanken sender den 2. december en redegørelse, hvori det fremhæves, at banken allerede længe har nærret de største betænkeligheder ved forringelsen af valutastillingen og har indset, at udviklingen „under ingen omstændigheder kunne fortsætte på samme måde som hidtil“.

Bankens valutastilling er fra udgangen af maj til udgangen af november forringet med godt 40 mill. kr., hvilket sættes i forbindelse med den stigende import. Banken så derfor ingen anden udvej end at benytte „de banktekniske midler af den art, som hidtil har været anerkendt som tjenlige til at fremkalde den nødvendige forskydning i valutastillingen i gunstig retning“.

Under forespørgselsdebatten den 4. december 1936 førte Valdemar Thomsen som ordfører for forespørgerne Keynes i marken som fortaler for, at ophævelsen af guldfoden kræver et nyt syn på rentepolitikken, idet årsagen til, at rentefaldet ikke kommer, „navnlig er et psykologisk forhold, nemlig dette, at man er vant til en vis rente, som man anser for normal“. Derfor bør nationalbanken støtte obligationsmarkedet, og regeringen bør

¹⁾ Kjærboel afløste Hauge som handelsminister og dermed kgl. bankkommissær ved regeringsomdannelsen den 4. november 1935.

²⁾ Folketingstidende 1936/37, sp. 1370.

„meddele offentligheden et bestemt niveau, som man vil holde renten på, så folk forstår, . . . at de må indstille sig på dette niveau“¹⁾. Over for disse moderne strømninger står imidlertid „manden med den næsten uindskrænkede magt, nationalbankens førstedirektør, fhv. finansminister Bramsnæs, ortodoks besat af guldmentalitet. For ham er målet med alle til rådighed stående midler at holde de nuværende vekselkurser, så ske i øvrigt, hvad der vil“²⁾ . . . „Herhjemme er det altså meningen – det kan man forstå på alle de udtalelser, der er her fremsat –, at man skal fortsætte under diktatorisk anførsel af Bramsnæs efter de meste ortodokse bankpolitiske og finanspolitiske principper med det resultat, at den ulyksalige økonomiske uligevægt skærpes, og arbejdsløsheden forøges. Under feltråbet: 22,40 vil vort land med raske skridt nærme sig den økonomiske afgrund“³⁾.

Handelsministeren går ikke ind i en debat om kronenedskæring, men fremhæver, „at valutaordningen ikke *alene* kan klare såvel valutariske som handelspolitiske og beskæftigelsesmæssige hensyn. . . . De samfundsmæssige ulemper, som anvendelse i højere grad af bankmæssige midler fører med sig, taler i høj grad for at styrke valutaordningen, som, alle forhold taget i betragtning, sikkert er et langt mere hensyntagende og mindre smertefuldt middel end sådanne skarpe bankmæssige foranstaltninger, der uden forskel slår ned på godt og ondt“⁴⁾.

I øvrigt drejede debatten sig mest om, hvorvidt ansvaret for diskonto-forhøjelsen kunne lægges på handelsministeren qua kgl. bankkommissær.

Bytteforholdsforringelsen i slutningen af 1936 og begyndelsen af 1937 nødvendiggjorde en stramning af importreguleringen⁵⁾. Dette lagde en dæmper på den økonomiske aktivitet, således at betalingsbalancen i løbet af 1937 rettes op. Herefter er afsætningsvilkårene i udenrigshandelen så vidt gunstige, at pengepolitikken kan være ret lempelig indtil krigsudbruddet i september 1939, men alligevel blev diskontoen først sænket med 1/2 pct. i februar 1939.

Lempelsen af pengepolitikken sker ved en forøgelse af nationalbankens obligationsbeholdning samt ved forbedringen af valutastillingen. Likviditetsforøgelsen herfra modvirkedes dog i nogen grad af overskud på statsfinanserne, jfr. tabel 20.1, side 322. Desuden gives der i august 1937 tilsagn om genbelåning af provinsbankernes byggelån, da et indsamlet materiale

¹⁾ Anf. st., sp. 1758.

²⁾ Anf. st., sp. 1748.

³⁾ Anf. st., sp. 1790–91.

⁴⁾ Anf. st., sp. 1750.

⁵⁾ Valutaloven ændres i marts 1937 og bemyndiger nu handelsministeren til også at træffe forbrugsbegrænsende foranstaltninger. Også adgangen til indgreb over for urimelige prisstigninger udvides. Der indføres regler om clearing og i begrænset omfang tilladelse til handel med valutaattester.

viser tendens til nedgang i boligbyggeriet i provinsen. Senere gives der hovedstadsbankerne samme tilsagn¹⁾, og fra slutningen af januar 1938 ophæves maksimumsgrænsen for rediskontering af byggelån.

Den 1. marts 1938 genindføres en særlig rediskontosats for bankerne på $\frac{1}{2}$ pct. under diskontoen, og i november sænkes renten af folioindeståender i nationalbanken fra $\frac{1}{2}$ pct. til $\frac{1}{4}$ pct. og renten af indlån fra $2\frac{1}{2}$ pct. til 2 pct. med den begrundelse, at man ønsker at tilskynde bankerne til at placere en del af deres likvide midler mere fast i obligationer.

Endelig forhøjes belåningsgrænsen for stats- og kreditforeningsobligationer i februar 1939.

Denne lange række af lempelser får dog i første omgang ikke nogen synderlig virkning på bankernes udlån. De stiger med 1,6 pct. i 1937 og kun med 0,2 pct. i 1938.

Da England den 25. august 1939 opgiver at holde en fast kurs på dollar, genopstår problemet om valutapolitikken.

De skandinaviske seddelbanker drøfter kurspolitikken den 27. august og er enige om, at faldet i sterlings værdi kan medføre prisstigninger, som man bør søge at holde ude ved at opgive den faste tilknytning til sterling. På mødet bliver der spurgt, om sterlingkursen i Danmark er fikseret ved lov. Bramsnæs svarer: „Der er ingen lov, men en underhåndsaftale mellem partierne om kurs ca. 22,50. Til en ændring af sterlingkursen er forhandling med regeringen og føling med partilederne nødvendig. Vi må også tage hensyn til dansk psyke, der fordrer fast sterlingkurs meget højt“.

Der forhandles om spørgsmålet mellem regeringen og nationalbanken den 28. august, hvor nationalbanken stærkt fremhæver nødvendigheden af, at der herhjemme følges samme linie som i de andre nordiske lande.

Nationalbankens bestyrelse indkaldes til møde den 29. august og anmodes om at slutte op bag direktionens standpunkt, og direktionen fortsætter herefter forhandlingerne med regeringen.

De afsluttende drøftelser foregår i et ministermøde den 1. september, hvor Bramsnæs deltager, og hvor følgende officielle erklæring udarbejdes og senere vedtages:

„De danske valutamyndigheder har i dag besluttet at ansætte den danske kronens værdi til den tidligere gældende kurs 22,40 i forhold til sterling og at ansætte de øvrige fremmede valutaers værdi i forhold til den i går i New York fastsatte kurs for sterling, 4,32 dollar. For under de nuværende usikre forhold at forebygge en for landet skadelig prisudvikling vil et eventuelt fortsat ekstraordinært fald i sterling ikke blive fulgt“.

¹⁾ I oktober ophæver valutacentralen kontrollen med import af jern til byggeforetagender.

6. Ændring af nationalbankloven

Forpostfægtninger

Nationalbankloven af 12. juli 1907, der er omtalt i bind 1, side 364 ff., skulle udløbe den 31. juli 1938. Det var i loven bestemt, at regeringen inden udgangen af 1935 skulle fremsætte lovforslag om en ordning af statens seddelvæsen.

Overvejelser om en nyordning begyndte imidlertid allerede i 1929, men havde i de følgende år indtil udgangen af 1932 nærmest karakter af forpostfægtninger. Tonen var ofte overordentlig skarp, i særdeleshed når formanden for repræsentantskabet, hrs. Knudtzon, udvekslede synspunkter med direktionen og den kgl. bankkommissær, men også af og til når menige repræsentantskabsmedlemmer tog ordet.

I løbet af denne periode blev det mere og mere klart, at direktionen og den kgl. bankkommissær ønskede et nært samarbejde og i og for sig let kunne nå til enighed om et forslag til en nyordning af nationalbankens stilling, mens formanden med stor ihærdighed søgte at hindre en større statslig indflydelse på banken. Forholdet blev så anspændt, at formanden trak sig tilbage ved udgangen af 1932. I december 1932 døde direktør Lindberg, og da Bramsnæs i maj 1933 overtog hans post, kom der hurtigt realitetsforhandlinger i gang, som kunne afsluttes med forelæggelse af et lovforslag i folketinget den 11. april 1934, men herefter gik der omtrent to år, inden dette forslag i næsten uændret form blev vedtaget som lov af 7. april 1936 om Danmarks Nationalbank.

I begyndelsen af december 1929 havde direktør Green en længere samtale med Hauge, der var kgl. bankkommissær, om en fornyelse af oktrojen. Green mente, at basis for en eventuel forlængelse måtte være, at aktionærerne fik deres kapital forrentet med 6 pct. Dette kunne Hauge absolut ikke gå med til og antydede et par gange i samtalens løb, at staten i 1938 eventuelt „kunne gå over på den anden side af gaden“¹⁾. Senere havde han ganske vist søgt at berigtige denne udtalelse ved at sige, at det var en fortalelse, men det var dog Greens indtryk, at en forlængelse på disse vilkår ikke kunne opnås.

Efter næsten halvandet års forløb blev spørgsmålet taget op på et di-

¹⁾ Det ufuldstændige referat er baseret på Knudtzons optegnelser.

rektionsmøde den 5. maj 1931, hvor Rosenkrantz¹⁾ forelagde et udkast til en fremtidig ordning, som til en vis grad kunne tiltrædes af den samlede direktion. Udkastet havde været forevist Hauge, som anså det for et anvendeligt grundlag for en forhandling, og som havde erklæret sig villig til sammen med finansministeren (Bramsnæs) at optage forhandlinger om en oktrojfornyelse. Direktionen var enig om, at der burde optages forhandlinger, men at sagen måtte tages op af repræsentantskabet, da en henvendelse til regeringen om ændring i oktrojen måtte komme fra repræsentantskabet.

Direktionen tager sagen op på den forenede bankbestyrelses næste møde den 19. juni, hvor det på Hauges henstilling besluttet ikke at besætte Greens stilling af hensyn til de kommende oktrojforhandlinger.

Formanden tager imidlertid på mødet skarpt afstand fra Rosenkrantz' forslag med den begrundelse, at den ny bank bliver for meget statsbank. Han beklager, at forslaget har været forevist den kgl. bankkommissær og foreslår, at repræsentantskabet nedsætter et særligt oktrojudvalg bestående af fire repræsentantskabsmedlemmer men uden deltagelse fra direktionen.

Det kom dog ikke til forhandlinger, før situationen var fuldstændig ændret ved opgivelsen af guldfoden i september 1931. Som tidligere beskrevet, forlangte regering og rigsdag i den forbindelse dels væsentlig indflydelse på bankens dispositioner, idet den med hensyn til valutahandelen og dermed i forbindelse stående forhold skulle „handle i overensstemmelse med den kgl. bankkommissær“, dels en større andel af bankens overskud. Formanden var stærk modstander af disse betingelser.

I og for sig kan det undre, at man slet ikke havde ført denne diskussion i perioden 1914-27, hvor guldindløseligheden var suspenderet, uden at der fra regeringens side var krævet større indseende med bankens virksomhed. Dengang accepterede man, at valutakurserne fandt deres markedspris med mere eller mindre støtte fra nationalbankens side.

Den ændrede holdning må sikkert ses som udtryk for dels Bramsnæs' ængstelse for, at den svage nationalbank ville være for villig til at lade kronens værdi falde, dels de stadige personlige gnidninger mellem regeringen og bankens ledelse. Det er muligt, at den megen kritik af banken i 1920'erne også kan have spillet en rolle.

På denne baggrund blev det endnu vanskeligere at forhandle om en ny ordning.

Det er dog interessant, at der i Bramsnæs efterladte papirer findes et internt notat fra handelsministeriet dateret den 3. oktober 1931 om problemerne i forbindelse med en eventuel statsovertagelse af nationalbanken.

Der gøres her ganske klart rede for, at staten kun vil kunne overtage

¹⁾ Green var død den 5. marts 1931. Rosenkrantz' forslag er ikke arkiveret.

banken før udløbet af oktrojen, hvis aktionærforsamlingen går med til det, men at aktionærerne i den nuværende uoverskuelige situation måske vil se deres fordel i at blive udløst med hele aktiekapitalen og en del af reserverne¹⁾).

Da risikoen ikke kan vurderes, bør staten dog ikke strække sig ret vidt, „hvilket forsåvidt måske heller ikke i øjeblikket er så påkrævet som tidligere, efter at staten har tilsikret sig bestemmende indflydelse på bankens dispositioner“.

På et ekstraordinært møde i repræsentantskabet den 10. oktober 1931 redegjorde formanden for sin stilling til oktrojforhandlingerne.

Den nuværende situation måtte betegnes som uheldig. Bankens ledelse var i forvejen „et tungt virkende apparat“, og dette var yderligere blevet kompliceret ved, at den kgl. bankkommissær nu i vid udstrækning kunne gribe direkte ind i den daglige ledelse. Formanden lagde i øvrigt ikke skjul på, at han følte sig ilde berørt over den behandling, han var blevet udsat for i forbindelse med forhandlingerne om suspensionen af guldindløseligheden.

Hertil kom regeringens utilfredshed med statens udbytte af seddelpri vilegiet, aktionærernes andel i overskuddet og i det hele den kritiske holdning over for nationalbankens ledelse.

Det mest rationelle måtte derfor være at søge en nyordning gennemført nu og ikke vente, til oktrojen udløb. Om den fremtidige nationalbank skulle være en privatbank, en statsbank eller en selvejende institution under statskontrol måtte afgøres af lovgivningsmagten. Det blev dog understreget, at aktionærforsamlingens tiltrædelse var nødvendig, hvis en nyordning skulle gennemføres inden 1938.

Disse synspunkter blev accepteret af repræsentantskabet.

Allerede den 11. november afholdtes et nyt ekstraordinært repræsentantskabsmøde til drøftelse af betingelserne for en forlængelse af suspensionen af guldindløseligheden, idet loven herom udløb den 30. november.

Det kom her til et nyt sammenstød, idet formanden var af den opfattelse, at det var regeringens interesse at forlænge loven, og at man derfor burde sende en skrivelse fra nationalbanken med henstilling om, at udtrykket „handle i overensstemmelse med“ erstattes med „forhandle med“.

Der udspinder sig en lang diskussion herom. Hauge erklærer, at han ikke ville „have nogen glæde af at komme ind i en forhandling, og når den var forbi, kunne nationalbanken sige: „Nu takker vi for i dag, nu gør vi, som vi vil“.

Rosenkrantz forsøger at bremse aktionen. „Om man nu vil sige, at denne

¹⁾ Mens ændringer i oktrojen kun kræver aktionærforsamlingens tilslutning med simpelt flertal, kræver en fortsættelse ud over 31. juli 1938 af bankens virksomhed som seddel-udstedende bank og vilkårene herfor tilslutning af aktionærforsamlingen med $\frac{2}{3}$ flertal.

forlængelse er nødvendig for nationalbankens skyld eller for regeringens og rigsdagens skyld, er i og for sig ligegyldigt, den er i alt fald nødvendig for samfundets skyld“. „... under disse forhold synes jeg ikke, man bør rejse noget spørgsmål, som måske kan give anledning til strid mellem regeringen og nationalbanken. Det, det først og fremmest kommer an på under disse forhold, er, at der finder et virkelig godt samarbejde sted“.

Hauge og Rosenkrantz er enige om, at samarbejdet i den forløbne tid er gået upåklageligt; men formanden lod sig ikke bremse på trods af, at den samlede direktion var imod. Forslaget blev sat under afstemning og vedtaget.

Hauge refererer denne mærkværdige episode i folketinget ved fremsættelsen af forslag om forlængelse af loven om suspension af indløseligheden den 18. november 1931. Han refererer, at 12 repræsentantskabsmedlemmer har overstemt bl. a. bankens samlede direktion, og afviser henvendelsen. Han beklager, at det er vanskeligt for direktionen at handle under fælles ansvar, „fordi bankens forfatning er ganske umulig. Efter denne skal banken have fire direktører, der er ligestillede. Enhver vil forstå, at det er helt urimeligt, at banken ikke har en førstedirektør, der med autoritet kan træde ind for sit standpunkt . . .“¹⁾.

Der blev altså ikke taget hensyn til henvendelsen, og overenskomsten mellem regeringen og nationalbanken blev forlænget på de gamle vilkår.

Kort efter tog direktionen, formentlig på Lindbergs initiativ, et bemærkelsesværdigt skridt, idet den ved skrivelse af 6. januar 1932 til den kgl. bankkommissær anmoder om en hurtig ændring af bankens forhold og stiller sine mandater til rådighed. I skrivelsen hedder det, at der er „fuld enighed inden for direktionen om, at det nuværende kollegiestyre ved en nyordning bør bortfalde, at enkeltmandstyre bør træde i stedet, og at der under den nu foreliggende situation bør tilvejebringes et snævert samarbejde mellem regeringen og bankens ledelse, hvad ikke på tilfredsstillende måde kan forventes opnået ved den ved guldindløsningens suspension etablerede midlertidige ordning“.

Denne skrivelse findes ikke i nationalbankens arkiv – en kopi er fundet i Bramsnæs papirer – og den er næppe drøftet med repræsentantskabsformanden.

I tilknytning til skrivelsen foreligger et forslag fra Lindberg om, at staten som en midlertidig foranstaltning omgående skal overtage nationalbanken og udpege en enkelt direktør, og at et rigsdagsudvalg skal fastlægge retningslinierne for den politik, der skal føres. Desuden bør der indføres et maksimum for seddeludstedelsen (380 mill. kr.) og for statens ret til overtræk i nationalbanken (f. eks. 20 mill. kr.). Endelig bør man sælge

¹⁾ Folketingstidende 1931/32, sp. 1498-99.

guldet, „thi guldet har nu nået en pris så høj, som aldrig mere vil kunne tænkes“. Ved at frigøre guldet til valutareserve kan man vende tilbage til notering af effektive valutakurser.

Der er ikke fundet noget svar på denne skrivelse.

Formanden tager oktrojspørgsmålet op igen den 18. marts 1932, men den kgl. bankkommissær henviste til, hvor overbebyrdet med arbejde han selv og embedsmændene i handelsministeriet var. Forinden havde Schrøder dog i begyndelsen af februar bemærket, at det var hans indtryk, at regeringen ikke var interesseret i at føre disse forhandlinger nu, fordi den vanskeligt kunne vurdere de værdier, staten eventuelt skulle overtage.

Den 30. september 1932 kom det til endnu et voldsomt sammenstød mellem repræsentantskabsformanden og direktionen om regnskabet, som formanden ikke ville godkende. Der havde først været enighed om at opstille et regnskab, der ikke viste noget overskud – bl. a. for at undgå at tage stilling til gevinsten ved salg af guld. Senere viste det sig, at regeringen ønskede, at der på bankens regnskab fremkom et overskud, således at der kunne udbetales de sædvanlige beløb til staten. Direktionen havde indvilget heri, men ikke forhandlet med formanden, der var bortrejst. Denne forlangte derfor nedsat et udvalg til at forhandle med direktion og eventuelt regering om regnskabet, selv om Rosenkrantz igen henstillede, at der ikke opstod uenighed om sådanne mindre væsentlige spørgsmål.

På repræsentantskabsmødet den 20. december 1932 meddelte formanden, at han ikke ønskede genvalg og begrundede dette med, at regeringen havde lagt oktrojforhandlingerne på is, og at han på væsentlige punkter var uenig i den af direktionen førte politik.

Realitetsforhandlinger med regeringen 1933–34

Straks efter Bramsnæs' tiltrædelse som direktør i slutningen af maj 1933 genoptages oktrojforhandlingerne. Direktionen blev nu repræsenteret i oktrojudvalget¹⁾, og der var enighed med den kgl. bankkommissær om at søge forhandlingerne gennemført så hurtigt, at der kunne fremlægges et lovfor-slag ved rigsdagens genåbning efter sommerferien.

Det lå klart, at nyordningen skulle kunne opnå tilslutning fra et flertal af aktionærene. Spørgsmålet om en ordning af kapitalforholdene i den gamle bank synes dog ikke at have krævet langvarige forhandlinger. I hvert fald baseredes de videre forhandlinger meget hurtigt på, at både aktiekapitalen og udbytteudligningsfonden skulle lægges til grund for ind-løsning af aktionærene.

¹⁾ Da bankens forhold til staten henhørte under Schrøders resort, blev det ham, der trådte ind i oktrojudvalget som direktionens repræsentant. Men Bramsnæs tog meget aktivt del i oktrojforhandlingerne uden at være medlem af oktrojudvalget.

Heller ikke ordningen af kapitalforholdene i den ny bank voldte problemer. Der var tilsyneladende fra starten enighed om, at staten midlertidigt skulle indskyde en grundkapital, der efterhånden skulle overtages af banken som selvejende institution, hvis overskud tilfaldt staten.

Det kan vel undre, at spørgsmålet om statsbank kontra selvejende institution ikke blev trukket frem. Axel Nielsen fremhævede dog på et tidligt tidspunkt¹⁾, at en sådan diskussion ville have mere teoretisk end praktisk interesse, da staten under alle omstændigheder skal have overskuddet og som ansvarlig for landets økonomiske politik må kræve en væsentlig indflydelse på seddelbanken, navnlig på udnævnelsen af dens ledelse. Det væsentlige er derfor ikke organisationsformen, men at den ny ledelse straks formår „at placere banken på en sund måde inden for vort økonomiske liv og dermed skabe gode traditioner for, hvad nationalbank kan og skal“.

Der var imidlertid ikke på forhånd enighed mellem regeringen og banken om, hvordan styrelsesforholdene i detaljer skulle ordnes. Det gjaldt både bankledelsens opbygning og graden af selvstændighed i forhold til regering og rigsdag.

I oktrojudvalget arbejdedes der med planer om at tilgodese ønsket om større politisk indflydelse på banken gennem en udvidelse af repræsentantskabet og oprettelse af en bestyrelse. De nye pladser i repræsentantskabet skulle give sæde for medlemmer af rigsdagen, og de af handelsministeren udpegede repræsentanter kunne eventuelt forøges til 4, nemlig 2 jurister og 2 nationaløkonomer i stedet for som hidtil 1 af hver faggruppe. 1 af juristerne og 1 af økonomerne skulle have fast sæde i bestyrelsen, hvis øvrige 3 medlemmer tænktes valgt af og blandt repræsentanterne for erhvervslivet.

Disse tanker har nok været drøftet under de indledende mundtlige forhandlinger med regeringen. Men inden de tog mere fast form, forelagde handelsministeren et udkast dateret 9. august 1933, som betød en anderledes radikal ændring af bankens styrelsesform på linie med Lindbergs tidligere omtalte forslag.

Efter dette udkast skal retningslinierne for bankens virksomhed fastlægges ved forhandling mellem den kgl. bankkommissær og et af rigsdagen nedsat nationalbankudvalg på 15 medlemmer.

Den daglige ledelse består af en direktion på 3 medlemmer og en bestyrelse på 8 medlemmer. Direktionens formand udnævnes af kongen, de to øvrige direktører af bestyrelsen. Bestyrelsen vælges af den kgl. bankkommissær efter samråd med finansministeren og forhandling med nationalbankudvalget, således at 5 medlemmer repræsenterer erhvervsinter-

¹⁾ I midten af juni 1933 afgav Axel Nielsen et memorandum til oktrojudvalget, hvori han dels fremsatte nogle principielle synspunkter, dels kommenterede de planer om nyordningen, som oktrojudvalget havde skitseret for ham.

esser, mens de 3 resterende medlemmer er sagkyndige inden for henholdsvis bankvæsen, jura og nationaløkonomi.

Den kgl. bankkommissær har ret til at deltage i direktionens og bestyrelsens møder og pligt til at holde nationalbankudvalget løbende underrettet om bankens forhold. Direktionens og bestyrelsens beslutninger kan af den kgl. bankkommissær kræves udskudt, indtil sagen har været forelagt nationalbankudvalget. Tiltræder udvalget den kgl. bankkommissærs indstilling, er denne afgørelse bindende for bankens ledelse.

Oktrojudvalget var absolut ikke begejstret for dette lovudkast, der ville give banken betydelig mindre selvstændighed og større afhængighed af de politiske faktorer, end man havde lagt til grund for de hidtidige drøftelser.

Under de følgende mundtlige forhandlinger opgav handelsministeren tanken om at indføre et nationalbankudvalg og overføre ansvaret for pengepolitikken til regering og rigsdag og forelagde den 25. september 1933 et nyt udkast, der gav samme opdeling af nationalbankens ledelse på et med rigsdagsmedlemmer udvidet repræsentantskab, en bestyrelse og en direktion, som oktrojudvalget arbejdede med, før udkastet af 9. august forelagdes.

Hermed var der skabt enighed om hovedlinierne for bankens nyordning. Men inden oktrojudvalget kunne acceptere det ny udkast, måtte der forhandles om endnu nogle punkter, der berørte bankens selvstændighed.

Der var enighed om at udvide repræsentantskabet med 8 rigsdagsmedlemmer og om at lade de 15 repræsentanter, der skal varetage erhvervslivets interesser, vælge af repræsentantskabet, da man trods betænkelighed ved selvsuppleringen ikke mente at kunne finde en bedre løsning. Banken lagde vægt på, at valgene ikke blev politisk influeret, og man enedes om, at valgene kun skal godkendes af den kgl. bankkommissær for så vidt angår valgbarhedsbetingelsernes opfyldelse, idet der skal skabes en alsidig erhvervsrepræsentation, herunder også arbejderrepræsentanter. Desuden skal der tages hensyn til repræsentation fra de forskellige landsdele¹⁾.

Forhandlingerne førte også til enighed om, at bestyrelsen, hvor de to af handelsministeren udpegede repræsentanter er faste medlemmer, mens de 3 øvrige medlemmer vælges af repræsentantskabet, selv vælger formand og næstformand, men at valgene skal godkendes af handelsministeren.

Direktionens stilling gav kun anledning til diskussion på et enkelt punkt, idet formanden for direktionen, der udnævnes af kongen, mens de to øvrige direktører vælges af repræsentantskabet efter bestyrelsens indstilling, ifølge udkastet kun skulle udnævnes for 6 år ad gangen. Denne tidsbegrænsning i udnævnelsen blev slettet.

Spørgsmål af særlig vidtrækkende karakter skulle efter udkastet fore-

¹⁾ Axel Nielsen henledte i sit memorandum opmærksomheden på ønskeligheden af sådanne bestemmelser.

lægges den kgl. bankkommissær, inden bankens ledelse kunne træffe endelig beslutning. Men oktrojudvalget fandt, at denne bestemmelse kunne føre til, at ansvaret for alle vigtigere afgørelser lagdes over på den kgl. bankkommissær. Kompetencereglen fik en ændret formulering, således at afgørelser af særlig vidtrækkende karakter ikke kan træffes i et bestyrelsesmøde, hvor den kgl. bankkommissær ikke er til stede, medmindre han er underrettet om, at sagen behandles på mødet.

Udkastet opretholdt stort set de siden oktober 1931 gældende dækningsregler¹⁾, hvad oktrojudvalget fandt unødvendigt også i betragtning af, at handelsministeren ved flere tidligere lejligheder, jfr. side 167, 174 og 189, havde givet tilsagn om en lempelse. Forhandlingerne resulterer i en lempelse²⁾, dog ikke så stor, som oktrojudvalget havde foreslået.

Efter alt at dømme har realitetsforhandlingerne fundet sted i en god atmosfære, hvor handelsministeren på næsten alle væsentlige punkter bøjede sig for oktrojudvalgets synspunkter, der støttedes af hans tidligere ministerkollega. I slutningen af marts 1934 kunne et fuldt udarbejdet lovudkast med dertil knyttet udkast til overenskomst med aktionærerne forelægges den forenede bankbestyrelse, hvor det fik enstemmig tilslutning. Med repræsentantskabets og direktionens anbefaling forelagdes de to udkast for aktionærerne på en ekstraordinær generalforsamling den 10. april 1934. Der blev her givet næsten enstemmig tilslutning til udkastet til overenskomst med aktionærerne. Aktiekapitalen skulle indløses med det dobbelte beløb i 4 pct. statsgaranterede obligationer. Desuden udbetaltes 10 pct. i udbytte inkluderende udbytte for regnskabsåret 1933/34.

Rigsdagsforhandlinger om nyordningen

Allerede den 11. april 1934 fik folketinget lovudkastet forelagt som forslag til lov om Danmarks Bank. De 4 gamle partier gav deres principielle tilslutning til lovudkastet. Når rigsdagsbehandlingen alligevel kom til at strække sig over to år, skyldtes det, at oppositionen krævede nyordningen af nationalbankens stilling kædet sammen med en afvikling af statens forhold til landmandsbanken.

Ved forelæggelsen fremhævede handelsministeren, at politisk tilslutning til den plan, banken og regeringen nu endelig var nået til enighed om,

¹⁾ Handelsministeriets bekendtgørelse af 13. oktober 1931 nedsatte 1907-lovens krav (gennemført 1. januar 1927) om metaldækning fra 50 pct. til 33 $\frac{1}{3}$ pct., der for $\frac{1}{10}$ kan bestå af ikke rentebærende nettoanfordringstilgodehavender hos Sveriges Riksbank, Norges Bank og giroindeståender hos Reichsbank, Berlin.

²⁾ 30 pct. metaldækning, der for $\frac{1}{10}$ kan bestå af nettoanfordringstilgodehavender hos udenlandske banker. For den ikke metaldækkede del af seddelomløbet nedsættes 1907-lovens krav om 125 pct. dækning til 100 pct., der kan bestå i veksler, skatkammerbeviser, børsnoterede obligationer og lån mod betryggende sikkerhed.

forebygger, at aktionærerne i 1938 kan kræve likvidation og dermed hjemtage en betydelig likvidationsgevinst. „Man kan måske indvende mod forslaget, at der efter dette ydes aktionærerne for meget. Jeg må hertil svare, at det ikke har været muligt at opnå et bedre resultat“¹⁾.

Organisationsformen blev ikke berørt ved forelæggelsen. Men den socialdemokratiske ordfører, Hans Nielsen, kom ind på spørgsmålet. „For mig er det store ved det foreliggende lovforslag dette, at ved den foreslåede ordning frariver man de private pengemænd seddelmonopolet her i landet. Man gør ganske vist ikke skridtet fuldt ud, således at den nye bank bliver en ren statsbank. Man skaber en lempelig overgang ved hjælp af en selvejende bank og sikrer dens beståen indtil 1948, men bankens soliditet grundlægges ved hjælp af en grundfond på 50 mill. kr., som indskydes ved en forskrivning fra staten. Dermed følger naturligvis, at staten i alle henseender får indflydelse på og kontrol med bankens ledelse“²⁾. På oppositionens direkte spørgsmål om, hvorvidt lovforslaget skulle ses som en forløber for overgang til en ren statsbank i 1948, svarede handelsministeren, at lovgivningsmagten naturligvis var frit stillet efter 1948, men bundet indtil da, „og meningen med det er at give banken en så stabil karakter som på nogen måde muligt, således at den ikke skal være kastebold hverken for den ene eller den anden opfattelse, der kunne gøres gældende rent tilfældigt i den tid, der kommer“³⁾.

Venstre fandt, at man med den foreslåede organisationsform havde fundet „den gyldne middelvej: banken som selvejende institution, hvorpå samfundet gennem regering og lovgivningsmagt får en væsentlig indflydelse uden at svække ledelsens ansvar, og således at provenuet af seddelmonopolet tilfalder samfundet“⁴⁾. Partiet så dog hellere rigsdagens indflydelse varetaget gennem en særlig kontrolkomité end gennem den foreslåede udvidelse af repræsentantskabet, hvor rigsdagsmedlemmerne som et mindretal vil få vanskeligt ved at føre en tilstrækkelig effektiv kontrol med banken.

Heller ikke fra konservativ side rejstes der indvendinger mod den foreslåede organisationsform⁵⁾.

Oppositionen ønskede dog regeringens indflydelse på udnævnelsen af bankens ledelse indskrænket ved at få fastslået, at handelsministerens godkendelse af valgbarhedsbetingelserne ved valg af erhvervsrepræsentanter alene tager sigte på de formelle valgbarhedsbetingelser, således at handels-

¹⁾ Folketingstidende 1933/34, sp. 4233.

²⁾ Anf. st., sp. 4404.

³⁾ Anf. st., sp. 4453.

⁴⁾ Anf. st., sp. 4414.

⁵⁾ De konservative lagde megen vægt på, at rigsdagens repræsentation i bankens ledelse ikke skulle føre til nye lønnede stillinger for rigsdagsmedlemmerne.

ministeren udelukkes fra at nægte godkendelse af valg med henvisning til, at den valgte ikke har den fornødne indsigt i erhvervsforhold. Med ret til at anvende en sådan begrundelse ville handelsministeren nemlig kunne øve en dominerende indflydelse på valget af repræsentanter og dermed en endnu mere dominerende indflydelse på valget af bestyrelse, hvoraf 2 af 5 medlemmer på forhånd udpeges af handelsministeren. Med hovedindflydelse på valget af bestyrelse har man imidlertid også hovedindflydelsen på valget af de 2 ikke kgl. udnævnte direktører, da disse skal vælges af repræsentantskabet efter bestyrelsens indstilling.

Oppositionen mente også, at den kgl. udnævnte direktør fik for stærk en stilling, når han udnævnes på livstid – med Christmas Møllers ord: „Hvis jeg skulle karakterisere hele lovforslaget og ordningen og efter amerikansk mønster give den et navn knyttet til den mand, som har været særlig virksom for at få den gennemført, så ville jeg kalde den – ikke *lex Hauge*, men jeg ville kalde den *lex Bramsnæs*. Jeg ville kalde den *lex Bramsnæs*, hvormed jeg mener, at nationalbankdirektør Bramsnæs, medlem af landstinget, kan spores i dette lovforslag. Man kan se det på en række bestemmelser. Han ligger ikke og lur i vandskorpen, nej, han træder fuldttonende frem. Førstedirektøren har i virkeligheden sammen med regeringen magten over det hele. . . . Af bankens direktører vælger kongen den ene – der er her ikke tale om den 6-årige periode, som man kender fra andre vigtige stillinger, nej, han vælges for livstid, ja, *lex Bramsnæs* kender ikke en gang en aldersgrænse¹⁾. Hertil bemærkede handelsministeren, at den kgl. udnævnte direktør kun vil „få den indflydelse i banken, som hans personlighed kan skaffe ham, og den omstændighed, at han er selvskreven til at være formand, giver ham ikke en særlig indflydelse i banken“²⁾.

Angående kompetenceforholdene inden for bankens ledelse sagde handelsministeren ved forelæggelsen, at bestyrelsen „skal varetage en funktion mellem repræsentantskabet og direktionen, og navnlig skal den være til stede med råd og dåd i påkommende tilfælde. Men det egentlige ansvar for bankens forsvarlige ledelse må naturligvis lægges på direktionen“³⁾. Den nærmere udformning af disse kompetenceregler kunne dog først fastlægges i det reglement, der skal udarbejdes i henhold til lovforslaget og godkendes af det ny repræsentantskab.

Det er bankens opgave at opretholde et stabilt indenlandsk pengevæsen og at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning. Om den første side af målsætningen sagde handelsministeren: „Ved et sikkert pengevæsen forstår man dette, at så vidt det overhovedet står i bankens og samfundets magt at holde stabile valutakurser, gør man det. . . . Og det er netop ban-

¹⁾ Anf. st., sp. 4427–28.

²⁾ Anf. st., sp. 4453–54.

³⁾ Anf. st., sp. 4236.

kens opgave, i fællesskab med de myndigheder, den skal virke sammen med, at drage omsorg for, at pengevæsenets stabilitet bliver så god som mulig, og at man, når omstændighederne gør det muligt, også får en virkelig stabil basis for notering af vekselkurserne¹⁾).

Regeringen var indstillet på i vidt omfang at imødekomme oppositionens få indvendinger mod lovforslaget. Oppositionen stillede imidlertid et ubetinget krav om, at staten skulle afhænde i hvert fald en del af aktiekapitalen i landmandsbanken, før der gennemførtes en nyordning af nationalbankens stilling. Argumentet herfor var, at den ordning af landmandsbankens forhold, der blev truffet i 1928 med statens overtagelse af aktiekapitalen, klart forudsatte, at staten skulle arbejde på en afvikling af sit forhold til landmandsbanken²⁾). Hovedparten af aktierne burde allerede have været solgt og kunne endda have været solgt til kurser, der lå over pari. Men kravet om, at staten skal høre op med at drive landets største erhvervsbank, bliver helt aktuelt nu, hvor staten ved den foreslåede nyordning får afgørende indflydelse på nationalbanken.

Regeringen nægtede at kæde nationalbankens stilling sammen med salg af landmandsbankaktier og henviste dels til, at staten nu gennem landmandsbankens overskud i nogen grad kunne få dækning for den ydede statsstøtte, dels til at landmandsbanken kunne have en mission som statsbank ved at optræde som konkurrent til de private banker. Selv om oppositionen påpegede, at landmandsbanken ikke hidtil havde påtaget sig nogen rentesænkende mission, mente handelsministeren, at dette kunne komme i fremtiden.

Da regeringen og oppositionen stod lige skarpt i spørgsmålet om afvikling af statens forhold til landmandsbanken, nåede lovforslaget ikke længere end i udvalg, der opløstes ved rigsdagens hjemsendelse. Lovforslaget blev genfremsat i uændret form den 16. oktober 1934 og henvistes atter til udvalgsbehandling uden større udsigt til, at der kunne opnås enighed. Udvalgsarbejdet sygnede da også ret hurtigt hen.

Regeringspartierne tog så nationalbankens stilling op i valgkampen forud for folketingsvalget i efteråret 1935.

Den 31. januar 1936³⁾) blev forslaget til lov om Danmarks Bank fremsat for 3. gang i uændret form, bortset fra et par formelle ændringer, og nu

¹⁾ Anf. st., sp. 4472.

²⁾ I henhold til lov af 19. april 1928 om ordning af statens forhold til landmandsbanken, § 3, skal aktiekapitalen „på nærmere af ministeren fastsatte vilkår underhånden eller ved offentlig emission være at udbyde til salg til pari eller en sådan højere kurs, som forholdene muliggør. Forinden de sidste 20 mill. kr. af aktiekapitalen udbydes, vil ministeren have at forhandle med rigsdagens finansudvalg om vilkårene for afhændelsen af disse aktier“.

³⁾ Den 30. november 1935 fremsatte Oluf Pedersen et forslag til lov om Danmarks Bank. Dette lovforslag afvistes af alle de 4 gamle partier.

blev spørgsmålet om salg af landmandsbankaktier behandlet betydeligt mindre kategorisk både af regering og opposition i erkendelse af, at man stærkt nærmede sig sommeren 1938, hvor aktionærerne i henhold til 1907-loven kunne kræve likvidation af nationalbanken. Oppositionen var næppe heller helt upåvirket af den fremgang, regeringspartierne havde haft ved valget.

De konservative sluttede forlig med regeringen om salg af 12½ mill. kr. landmandsbankaktier og om nogen styrkelse af nationalbankens ledelse i forhold til regeringen. Venstre fandt ikke regeringens indrømmelser tilstrækkelige til at kunne gå med i forliget.

Salget af 12½ mill. kr. landmandsbankaktier var et kompromis mellem regeringens ønske om at beholde aktiekapitalen i landmandsbanken og oppositionens ønske om salg af i hvert fald 30 mill. kr. af den 50 mill. kr. store aktiekapital.

Bankledelsens uafhængighed styrkes ved helt at ophæve bestemmelsen om, at handelsministeren skulle godkende valg af erhvervsrepræsentanter. For at give bestyrelsen en mere alsidig sammensætning og mulighed for, at også de rigsdagsvalgte repræsentanter kan få sæde i bestyrelsen, udvides medlemstallet fra 5 til 7, og der indføres en aldersgrænse for den kgl. udnævnte direktør.

Efter nationalbankens ønske lempes dækningsreglerne¹⁾, idet kravet om egentlig metaldækning nedsættes til 20 pct., mens der skal være 25 pct. dækning i den egentlige metalfond + rentefri nettoanfordringstilgodehavender i udenlandske seddelbanker, der er godkendt af den kgl. bankkommissær.

Med disse ændringer og bl. a. også en ændring af bankens navn fra Danmarks Bank til Danmarks Nationalbank vedtoges lovforslaget i begge ting med regeringspartiernes og de konservatives stemmer, mens venstre stemte imod. Den til loven knyttede overenskomst med aktionærerne godkendtes på en ekstraordinær aktionærforsamling den 7. april 1936. Lov af 7. april 1936 om Danmarks Nationalbank trådte i kraft den 28. maj 1936.

Rigsdagsdebatten havde i første række drejet sig om magtforholdene mellem regering og bank, men nyordningen gav ikke klare regler for ansvarsplaceringen. „Man har ved lovforslagets bestemmelser søgt at finde en form, hvorved ledelsen på en vis måde blev uafhængig af de skiftende politiske forhold. Man har ment, at man skulle skabe en mulighed for, at en kreds af mænd fik ansvaret for og væsentligst retten til at træffe bestemmelser på disse vigtige områder. Man har søgt gennem sammensætningen af den fremtidige ledelse at give lovgivningsmagten en medbestem-

¹⁾ Banken henviser til, at den økonomiske verdenskonference i London i 1933 med henblik på at skabe forudsætninger for en genindførsel af guldreden anbefalede mere elastiske dækningsregler og anså en dækningskvotient på 25 pct. for tilstrækkelig.

mende indflydelse på, hvordan bankens ledelse skulle foregå, og har givet den ansvarlige handelsminister til enhver tid ansvaret over for rigsdagen for, hvordan han som kgl. bankkommissær opfyldte forpligtelserne med hensyn til seddelbankens ledelse og dispositioner¹⁾.

Christmas Møllers vurdering af nyordningen var, at den gav banken større selvstændighed, end der havde været tale om i årene efter ophævelsen af guldindløseligheden. „Thi hvad er sandheden om den nuværende nationalbankordning? Sandheden er den, at den nuværende nationalbankordning, som hviler på oktrojen af 1818 og oktrojen af 1907, gældende fra 1908 til 1938, er sat fuldkommen ud af kraft ved valutalovent af 29. september 1931, og at staten i dag har større indflydelse på banken i kraft af den gældende valutalog, end staten ville have, når dette forslag bliver gennemført, og nyordningen træder i kraft. . . , i øvrigt mener jeg, at det i et forhold som dette meget mere kommer an på personer end på lovregler; det er personerne, som til syvende og sidst bestemmer, om den rigtige økonomiske politik skal føres²⁾.

Det erkendtes fra alle sider, at personforholdene ville blive afgørende for bankens selvstændighed over for regeringen. Socialdemokraten Hans Nielsen havde allerede i foråret 1934 udtrykt det således: „Men for øvrigt vil personerne her som i alle andre livets forhold være af væsentlig betydning. En svag og sovende minister giver staten en mindre indflydelse end en stærk og levende, men den samme betragtning kan jo gøres gældende over for direktionen, således at forholdet i så henseende er ganske lige³⁾.

På baggrund af debatten om nyordningens konsekvens for forholdet mellem bank og regering måtte man vel vente, at nyordningen skulle træde i stedet for overenskomsten af 29. september 1931 og bringe de seneste års „radikale interregnum“ til ophør⁴⁾. Ved valutalovens fornyelse i foråret 1937 blev den tanke imidlertid end ikke luftet, at man nu, da nationalbankens stilling var fastlagt ved loven af 7. april 1936, kunne ændre eller ophæve den paragraf i valutalovent, der fastslår, at nationalbanken skal handle i overensstemmelse med den kgl. bankkommissær for så vidt angår handel med valuta og de dermed i forbindelse stående forhold.

1) Niels Frederiksen, Folketingstidende 1933/34, sp. 4432.

Jørgen Pedersen gav i en artikel i Berlingske Tidende den 23. marts 1936 denne karakteristik: „Forholdet mellem bank og stat har i realiteten været således, at regeringen i kritiske situationer har kunnet kaste ansvaret over på banken, og bankens ledelse på sin side har kunnet henvise til hensynet til regeringens politik. Dette spil vil formentlig med endnu større effektivitet kunne drives i fremtiden. En sådan tilstand har formentlig også været hensigten“.

2) Folketingstidende 1935/36, sp. 4480-81.

3) Folketingstidende 1933/34, sp. 4408.

4) Jørgen Pedersen, omtalte artikel.

7. Realøkonomisk udvikling under krig og besættelse

Forrykkelse af den økonomiske balance mellem land og by

Den umiddelbare virkning af den 2. verdenskrigs udbrud i september 1939, var en stærk forringelse af bytteforholdet samtidig med, at vi handelspolitisk kom i klemme mellem England og Tyskland. Begge lande kunne spærre forsyningerne til Danmark, men det lykkedes dog indtil besættelsen at få sådanne aftaler med de to lande, at England lod forsyninger slippe igennem på betingelse af, at vor eksport til Tyskland ikke blev forøget. Dette blev kontrolleret ved månedlige indberetninger til England om vor handelsstatistik. Til gengæld skulle tyskerne lade vor eksport af landbrugsvarer passere frit til England¹⁾. Tyskerne truede i slutningen af 1939 med at hindre vor eksport til England, fordi de havde observeret, at lagrene af korn og foderstoffer var nedadgående i Danmark og tog det som tegn på, at England ville hindre den danske landbrugseksport til Tyskland.

Bytteforholdsforringelsen så værre ud på papiret, end den var i virkeligheden. Importprisindekset steg med 80 pct. fra juli 1939 til april 1940, medens eksportprisindekset, bl. a. på grund af at England ikke ville forhøje priserne på vore landbrugsprodukter, steg med mindre end 10 pct. Da transportomkostninger indgår med større vægt i importprisindekset end i eksportprisindekset, blev en del af forringelsen opvejet ved øgede fragtindtægter m. v. Der var dog utvivlsomt tale om en reel forringelse af bytteforholdet.

Alene dette belastede valutareserven, men hertil kom, at udenlandske leverandører i stigende omfang krævede forudbetaling, især for leverancer af stærkt efterspurgte varer. De ændrede betalingssædvaner betød et yderligere pres på valutareserven.

Udviklingen ramte i første omgang landbruget, som langsomt havde fået forbedret forholdene efter de hårdeste kriseår 1931-32.

I modsætning til begyndelsen af 1930'erne var vanskelighederne nu forbundet med en kraftig prisstigningstendens, som man søgte at dæmme op for ved at undlade at følge sterlingkursens fald, jfr. side 211, men det førte til så store vanskeligheder for landbruget, at man i foråret 1940 måtte ind-

¹⁾ J. Krag, De økonomiske forhold i krigens første syv måneder, i V. Buhl, Danmarks økonomiske forhold 1939-1945, Odense 1948, side 12-13.

føre særordninger i form af en besynderlig blanding af statstilskud og differentierede valutakurser.

Kapløbet mellem de allierede og Tyskland om dominans over Norge førte til den tyske besættelse af Danmark den 9. april 1940, og hermed blev de økonomiske vilkår med et slag forandret.

Tyskerne gav formelt tilsagn om, at de ikke ville „berøre kongeriget Danmarks territoriale integritet og politiske uafhængighed“, og på det grundlag førte en samlingsregering under den aldrende Stauning fra juli 1940 den såkaldte forhandlingspolitik med udenrigsminister Scavenius som den drivende kraft i et forsøg på ved indrømmelser at hindre, at befolkningen kom direkte under tysk administration. Denne politik blev opgivet den 29. august 1943 efter et tysk ultimatum om bl. a. oprettelse af standretter, indførelse af dødsstraf samt udtagelse af gidsler i Odense, såfremt et overfald i denne by på en tysk officer ikke blev opklaret inden en bestemt dato.

Resten af besættelsestiden er et politisk interregnum, idet den danske administration fortsatte under departementscheferne, der dog ikke var underlagt tyske foresatte. Når der skulle træffes afgørelser af særlig vidtrækkende karakter, f. eks. i forbindelse med forhandlinger med tyskerne, rådførte departementscheferne sig med et udvalg bestående af 13 fremtrædende politikere, men dette udvalg havde ikke nogen formel parlamentarisk status.

Økonomisk betød den tyske besættelse, at vor samhandel helt ændrede karakter. Tysklands andel steg fra 20-25 pct. til omkring 80 pct., og tyskerne veg i modsætning til England ikke tilbage for at betale højere priser for danske landbrugsprodukter. Vore eksportpriser var i forvejen væsentlig lavere end de tyske hjemmemarkedspriser.

Tyskerne ønskede først og fremmest store forsyninger til det tyske marked. Med de efterhånden reducerede rationer i Tyskland dækkede den danske eksport af kød, flæsk og smør i 1944 godt 8 millioner personers forbrug, men disse tre varegrupper tegnede sig dog kun for ca. 10 pct. af kalorieforbruget¹⁾.

Tyskernes iver efter at få øgede leverancer af landbrugsvarer forrykkede i væsentlig grad den økonomiske balance mellem land og by.

Der blev ganske vist gennemført et drastisk reguleringssystem, hvor man ved priskontrol, ophævelse af den automatiske pristalsregulering af lønningerne, særlige (lave) hjemmemarkedspriser for landbrugsvarer, tildelingsordninger for produktion og investeringer m. v. søgte at hindre en inflation i at udvikle sig. Forudsætningerne for inflation var, om nogensinde, til stede.

¹⁾ E. I. Schmidt, Tysk fremtrængen og dansk modværg, i V. Buhl, anf. skr., side 81.

Det lykkedes at stabilisere prisniveauet fra sommeren 1941. Detailpriserne var i de forløbne to år steget med op mod 50 pct., men steg i de næste fire år med kun 10 pct. i alt. Selv om der ikke er taget tilstrækkelig hensyn til forringelse af varernes kvalitet, og selv om priserne på varer, der ikke medregnes i detailpristallet steg væsentlig stærkere, er denne stabilitet dog en usædvanlig præstation.

I hele perioden 1939-45 anslås det¹⁾, at pengeindkomsten i landbruget steg med små 150 pct., i handel og håndværk med godt 80 pct., i liberale erhverv m. v. med godt 60 pct. og for personer ude af erhverv med knap 50 pct.

Mens medhjælperes og arbejderes samlede pengeindkomst steg med godt 80 pct., er det værd at bemærke, at den gennemsnitlige timefortjeneste kun steg med godt 50 pct.

Man må derfor regne med, at realindkomsten i landbruget steg under besættelsen, mens den reale timefortjeneste for arbejderne i byerhvervene faldt, hvilket dog i nogen grad blev opvejet ved den højere beskæftigelse. Arbejdsløshedsprocenten faldt således fra godt 11 i 1939 til ca. 4,5 i 1944.

Rådighedsbeløbet i faste priser faldt med ca. 20 pct. fra 1938-39 til 1943-44, således at bruttoinvesteringerne faldt noget mere end forbruget²⁾.

Overskuddet på betalingsbalancen steg fra godt 10 pct. af nettofaktorindkomsten i det første besættelsesår til godt 20 pct. i det sidste.

Dette bidrag til besættelsesmagten fremkom dels ved merudførsel, dels ved varer og tjenesteydelser, der leveredes direkte til de tyske tropper m. v. Begge grupper finansieredes ved kreditydelse fra nationalbanken til tyskerne – for merudførselens vedkommende over clearingkonto med det tyske clearingsinstitut (i realiteten den tyske centralbank), hvilket tyskerne anerkendte som en gæld, for de andre ydelsers vedkommende over konto med Hauptverwaltung der Reichskreditkassen, hvor det blev klart tilkendegivet, at afviklingen stod hen i det uvisse.

Fra besættelsen til udgangen af 1942 blev der over disse konti udbetalt ca. 70 mill. kr. om måneden. Fra 1943 steg beløbet voldsomt til knap 200 mill. kr. pr. måned, bl. a. i forbindelse med befæstningen af Jyllands vestkyst. I alt blev der under besættelsen netto udbetalt ca. 8 milliarder kr., mens sedler og anfordringstilgodehavender ved udgangen af 1939 kun udgjorde ca. 3 milliarder kr.

Disse store udbetalinger fik form af en kreditgivning, hvorved den realitet tilslørede, at der var tale om en tysk beskatning af den danske økonomi.

For at hindre, at den voldsomme forøgelse af likviditeten slog ud i stærke

¹⁾ V. Kampmann, Indtægts- og formueudviklingen, i V. Buhl, anf. skr., side 252-53.

²⁾ K. Bjerke og N. Ussing, Studier over Danmarks nationalprodukt 1870-1950, København 1958, side 147.

prisstigninger, indførtes som nævnt en stram pris-, løn- og produktionskontrol, hvorved det lykkedes at stabilisere prisniveauet fra 1941. Derimod anvendtes finanspolitikken kun i yderst ringe omfang. Diskussionen kom i det væsentlige til at stå om pengepolitikken, hvor der i 1942 gennemførtes et sæt foranstaltninger, der havde til hensigt at binde de såkaldte ledige penge. Reglerne var dog så vidt lempelige, at det er tvivlsomt, om man kan sige, at de havde nogen direkte betydning for pris- og omkostningsudviklingen. Snarere må man sige, at de sigtede mod den tid, hvor man gradvis skulle afvikle de øvrige restriktioner, således at man i denne situation kunne undgå en for stærk kreditekspansion.

8. Valutamangel fra krigens udbrud til besættelsen

Usikkerhed om valutakursen

I afsnit 5, side 211, er omtalt, at man i slutningen af august 1939 fulgte sterling et stykke ned over for dollar, men at der den 1. september opnåedes enighed om at fastlægge kronen på dollarkursen 5,18, hvorved kronen var devalueret ca. 7½ pct. i forhold til den tidligere dollarkurs på 4,79. Den nye dollarkurs blev fastholdt i den følgende tid, hvilket betød, at sterlingkursen faldt ganske betydeligt, idet den i slutningen af marts 1940 nåede helt ned på godt 18 kr. – eller et fald på knap 20 pct. Dette skabte betydelige vanskeligheder for landbruget, da England kun gik med til ganske ubetydelige prisstigninger for landbrugsvarer.

I modsætning hertil steg priserne på importvarer, og der krævedes ydermere i stor udstrækning hurtigere betaling, hvilket snart førte til et stærkt pres på valutareserverne¹).

På denne baggrund forhøjede nationalbanken den 20. september og den 10. oktober 1939 diskontoen med i alt 2 pct. til 5½ pct., selv om det var ganske åbenbart, at de kræfter, man stod overfor, ikke kunne tæmmes ved diskontoændringer.

Det var da også langt vigtigere, at man i midten af oktober i realiteten indførte valutarationering med kødannelse for betaling af forfaldne kommercielle fordringer.

Omkring midten af september var faldet i nationalbankens valutabeholdning ca. 20 mill. kr. om ugen – den nærmede sig hastigt nulpunktet. Man drøftede derfor på et møde med hovedbankerne den 22. september at udsende et cirkulære, der påbød importørerne at udnytte de udenlandske kreditter, de kunne disponere over, og forbød forudbetaling.

Dette forslag blev forkastet af den kgl. bankkommissær, men efter flere dages forhandlinger enedes man om et cirkulære af 26. september, hvori bestemtes, at forudbetaling kun måtte ske ved import af få vigtige varer (korn, foder- og gødningsstoffer, brændsel, benzin m. v.), og at importørerne i øvrigt skulle udnytte normal kredit, selv om dette ikke var aftalt i den konkrete transaktion.

¹) Den stærke nervøsitet kunne desuden medføre træk på banker og sparekasser, og man gennemførte derfor den 1. september 1939 en lov, der gav hjemmel til at begrænse udtræk til 300 kr. pr. uge – samme beløb som under 1. verdenskrig, jfr. side 20. Reglen blev anvendt i en kort periode efter besættelsen.

I løbet af efteråret skærpedes betingelserne mere og mere, idet valuta-reserverne fortsat faldt. I begyndelsen af oktober var de kommet ned på 26 mill. kr.

Nationalbanken fremhæver i et memorandum til handelsministeren, at der er tale om en reel forringelse af betalingsbalancen, og at en skærpelse af importreguleringen er absolut nødvendig, så meget mere som national-banken altid har anset det for „et ufravigeligt princip, at betaling af renter og afdrag på gæld må have præference over for betalinger for vareimport“.

I midten af oktober er valuta-reserverne faldet til 17 mill. kr., og nationalbanken hører op med i fuldt omfang at levere valuta i henhold til cirkulæret af 26. september, hvorved der opstod en kødannelse af forfaldne fordringer. Samtidig fremkom der planer fra landbrugets side om at samle al indtjent valuta i Andelsbanken og kun sælge den, såfremt sterlingkursen atter blev 22,40.

Der udsendes derfor den 28. oktober to cirkulærer til de autoriserede valutahandlere, der pålægges dels at begrænse sig til at betjene deres sædvanlige valutakunder, dels ved ugentlige indberetninger at give oplysning ikke blot om beholdning, men også om tilgang og afgang af valuta.

Det var ikke alene den hjemlige valutarationering, der voldte vanskeligheder. Fra engelsk side bebudede man spærring af danske tilgodehavender. Denne trussel blev dog afværget, men nationalbanken måtte i januar 1940 gå ind på ugentlig at give Bank of England oplysning om sterlingtilgang hidrørende fra dansk landbrugseksport samt oplysning om forbruget af sterling.

Efter lange og vanskelige forhandlinger opnåedes i slutningen af marts 1940 enighed om en betalingsaftale mellem Bank of England og nationalbanken, hvorefter hovedreglen var, at sterling der indtjentes ved eksport af visse landbrugsvarer m. v. til England, skulle bindes til anvendelse til indkøb i England. Det var kun et meget beskedent beløb, der kunne omlægges til anden valuta.

Landbrugets problemer ville blive yderligere skærpet ved denne ordning, der gjorde sterling inkonvertibel og dermed bidrog til at presse kursen yderligere ned.

Regeringen forhandlede med landbruget om en udligningsordning, og det ser efter direktionsprotokollen ud til, at det var nationalbanken, der tog initiativ til at supplere de påtænkte støttearrangementer med et usædvanligt valutakurssystem.

Sterling var som ovenfor nævnt i marts faldet til godt 18 kr. Nationalbankens forslag gik nu ud på, at man skulle „finde en kompensation mod sterlingfaldet ved en udligning, der blev holdt inden for omsætningen i sterling“.

Ideen var, at nationalbanken ville købe landbrugssterling til en garante-

ret kurs af 19,40. Landbruget fik for de enkelte varer forskellige statstilskud afhængig af de priser, der blev opnået.

Nationalbanken kunne imidlertid risikere, at man ikke ved en eventuel omlægning af sterling til anden valuta ville kunne få en kurs, der svarede til 19,40, hvilket førte til et forslag om, at banken kunne sælge sterling til danske importører af engelske varer til en højere kurs end 19,40. Herved ville et eventuelt tab blive dækket.

Konsekvensen af dette system måtte blive, at et fald i sterlings internationale værdi ville være uden betydning for sterlingkursen for landbrugets eksport – idet man her fulgte sterling. Importører af engelske varer måtte imidlertid betale en endnu højere kurs end tidligere, hvorved kronen altså i gennemsnit faldt mere end sterling, selv om man opretholdt uændrede kurser på dollar.

Thorkil Kristensen¹⁾ sætter i en gennemgang af systemet med rette spørgsmålstegn ved, om disse konsekvenser er ordentlig gennemtænkt.

Det panikagtige i situationen kommer endnu tydeligere frem i gennemførelse af bestemmelser om, at hjemførsel af kommercielle tilgodehavender skærpes, og at der kræves oplysning om beholdninger af udenlandske værdipapirer, der beror henholdsvis her i landet og i udlandet.

Krigens første syv måneder stod således fuldstændig i valutaknaphedens tegn, mens de bredere pengepolitiske problemer trådte i baggrunden. Denne problemstilling blev fuldstændig ændret ved den tyske besættelse.

¹⁾ Jyllands-Posten 7. april 1940.

9. Besættelsen. Tyske betalingsmidler eller danske?

Omløb af tyske penge afværges

Det første pengepolitiske problem, der meldte sig ved den tyske besættelse, var betalingsteknikken. De tyske tropper var udstyret med „Reichskreditkassenscheine“, der var udstedt af „Hauptverwaltung der Reichskreditkassen“ i Berlin.

Disse betalingsmidler skulle anvendes til betaling af troppernes fornødenheder i Danmark, og der blev allerede kl. 13 den 9. april gennem Ritzaus Bureau udsendt en meddelelse om anvendelsen af disse anvisninger. Den fremtrådte anonymt, men kom åbenbart fra de tyske tropper.

„De tyske tropper anvender som lovligt betalingsmiddel rigskreditkassesedler („R.K.K. Scheine“). Disse har den samme kursværdi som indenlandske tyske rigspenge. Omregningen er altså følgende: 1 Rmk. lig 2 danske kr. Enhver tysk soldat skal ved indkøb til personlige fornødenheder betale kontant. Indenlandske tyske rigspenge må ikke modtages af tyske soldater eller de tjenstlige myndigheder. Kun i undtagelsestilfælde fremkaldt af den militære situation, og hvor hensyn til troppernes forsørgelse kræver det, er de militære tjenstlige myndigheder berettigede til at se bort fra kontantbetalingens grundsætninger og berettiget til at kræve ydelser mod modtagelsesbeviser („Empfangsbescheinigungen“). De udstedte beviser vil imidlertid hurtigt blive indløst“.

Allerede næste dag indfandt repræsentanter for det tyske gesandtskab sig i nationalbanken for at drøfte betalingsteknikken. Fra tysk side fremsattes ønske om et lån i nationalbanken i danske kroner, idet man tilføjede, at det også måtte være i dansk interesse, at det udelukkende var danske betalingsmidler, der blev anvendt i Danmark. Hertil kom, at tyskerne fandt, at soldaterne ved det gældende prisniveau fik for meget ved at få to kroner for en mark.

Fra dansk side var man selvsagt interesseret i at undgå omløb af tyske betalingsmidler sideløbende med de danske, men der måtte først føres forhandlinger om, hvorledes en sådan konto skulle dækkes fra tysk side. Indtil videre var man dog indforstået med at indløse RKKS med 2 kr. pr. mark.

Man forsøgte at ordne spørgsmålet hurtigt ved at sende en forhandlingsdelegation til Tyskland. Her var der fra alle sider enighed om, at de tyske militærmyndigheder skulle have udbetalt kroner til debet for en konto for

den tyske rigsbank. Der kunne imidlertid ikke opnås enighed om, hvorledes denne konto skulle dækkes. Den tyske centralbank og de danske forhandlere var enige om, at vareleverancer fra Tyskland til Danmark først og fremmest skulle anvendes til at nedbringe gælden på denne konto, og i anden række indgå over den almindelige clearing-konto. Fra anden side i Tyskland var man imidlertid af den opfattelse, at spørgsmålet om dækning af kontoen skulle stilles i bero. Hensigten var åbenbart fra starten, at Danmark skulle bære udgifterne ved den tyske „beskyttelse“ af landet.

I de følgende måneder førtes langvarige forhandlinger, som strandede på indbyrdes tysk uenighed om dækningen af en sådan konto. Tyskerne var dog åbenbart interesserede i at begrænse anvendelsen af andre tyske betalingsmidler end RKKS, idet man i begyndelsen af juli anmodede de danske myndigheder om at indskærpe, at det udelukkende var disse betalingsmidler, der ville blive indløst. Nationalbanken udsendte meddelelse herom. Dette forløb blev i øvrigt gentaget i begyndelsen af august.

Først i midten af august blev der opnået enighed om en ordning, hvorefter nationalbanken stiller danske kroner til rådighed for „Die Hauptverwaltung der Reichskreditkassen in Berlin“ mod at få marktilgodehavende. Den danske stat garanterer denne kredit (ligesom kreditter over clearing-aftaler) over for nationalbanken, men den tyske stat hæfter ikke. I et tidligt udkast hedder det: „Vielmehr soll über die Frage der Liquidierung des Kontos erst bei der späteren Gesamtregelung eine Entscheidung getroffen werden“. I margenen er der lakonisk føjet til: „Riget hæfter ikke for betalingen“.

Over denne konto blev der i alt udbetalt over 5 milliarder kr.¹⁾

Fra dansk side ønskede man forudgående forhandlinger med tyskerne om trækket på kontoen, og der blev derfor hvert kvartal afholdt møde mellem danske og tyske myndigheder herom. Disse møder var dog af formel karakter, idet man måtte indskrænke sig til at registrere de tyske ønsker. Derimod lagde man fra dansk side vægt på at kunne kontrollere de tyske udbetalinger for leverancer dels for at registrere, hvilke firmaer, der leverede, dels for at kontrollere prisberegninger.

Det blev i overensstemmelse hermed bestemt, at tyskerne i almindelighed kun måtte foretage udbetalinger til danske firmaer og personer ved checks, der var udstedt til vedkommende betalingsmodtagers ordre. Herved opsamlede nationalbanken et enormt materiale vedrørende leverancer til tyskerne. Det kunne dog ikke undgås, at der i stigende grad blev betalt kontant, da danske leverandører i stort omfang ønskede at opretholde deres

¹⁾ En grundig fremstilling af de mange enkeltheder vedrørende denne konto og clearing-kontoen findes i F. Hollensen og P. Høst-Madsen, Danmarks Nationalbanks finansiering af ydelser til besættelsesmagten og kontrolforanstaltninger i forbindelse hermed i Besættelsestidens fakta 2. bind, afsnit L, kap. 1, København 1946-47.

anonymitet. Som modtræk herimod søgte man at gennemføre, at kontante udbetalinger til tyskerne kun skete i nye sedler, således at pengeinstitutterne kunne rapportere, når kunder kom med store beløb i nye sedler.

Fra dansk side blev der udfoldet bestræbelser for, at den tyske gæld skulle have form af en kronegæld og ikke en markgæld. Tyskerne imødekom dette ønske i marts 1943, hvorimod man ikke kunne gå ind på, at gælden på clearingkontoen skulle føres i kroner, da den tyske centralbank ikke måtte have gæld i fremmed valuta. Disse bogholderimæssige forhold fik dog ingen betydning, da gælden ikke blev betalt.

Det bør tilføjes, at nationalbanken allerede i 1943 i hemmelighed begyndte at fremstille nye seddeltyper, således at der i foråret 1945 var trykt så mange sedler, at en ombytning af samtlige cirkulerende sedler kunne foretages, når der var politiske muligheder for det. Dette blev en vigtig forudsætning for gennemførelse af en af nationalbanken anbefalet ekstraordinær formueopgørelse, som rigsdagen traf beslutning om den 21. juli 1945. Herved kunne ejerforholdet til samtlige cirkulerende sedler, konti i pengeinstitutterne, aktier, obligationer o.s.v. registreres samtidigt. De opgivne formuer kunne så sammenlignes med de i tidligere år opgivne indtægter¹⁾.

¹⁾ Se nationalbankens årsberetning 1945, side 28-32.

10. Forhandlinger om en told- og møntunion. Revalueringen

Det danske initiativ

Det er ikke let at vurdere hensigter og tilfældigheder i de forhandlinger, der førtes i sommeren 1940 om oprettelse af en told- og møntunion mellem Tyskland og Danmark¹). Det var Danmark, der formelt tog et initiativ, der ikke kan aftvinge beundring. Til gengæld gav det anledning til at starte den diskussion med tyskerne om en revaluering af kronen over for mark, der blev gennemført i januar 1942.

Udspillet kom fra dansk side med regeringserklæringen af 8. juli 1940. Tyskerne havde i et lynfelttog besejret Holland, Belgien og Frankrig. Under store vanskeligheder var der dannet en ny dansk samlingsregering med bl. a. Scavenius, der trods nogen modstand fik regeringens billigelse til følgende erklæring:

„Ved de store tyske sejre, der har slået verden med forbavselse og beundring, er en ny tid oprundet i Europa, der vil medføre en nyordning i politisk og økonomisk henseende under Tysklands førerskab. Det vil være Danmarks opgave herunder at finde sin plads i et nødvendigt og gensidigt aktivt samarbejde med Stortyskland . . .“²).

Udenrigsministeriets direktør rejste til Berlin for at ledsage gesandten ved overbringelsen af udtalelsen til det tyske udenrigsministerium. Tyskerne forhørte sig, om denne skulle forstås således, „at Danmark var rede til med Tyskland at drøfte („besprechen“) det fremtidige økonomiske samarbejde allerede inden en europæisk fred og ikke først efter en sådan“. Den danske udsending havde ikke drøftet dette specielle spørgsmål med udenrigsministeren, men oplyste, „at der efter alt foreliggende for ham ikke kunne være nogen tvivl om Danmarks villighed til en „Besprechung“ før fredsaftalningen, da det selvsagt lå i Danmarks interesse at blive taget med på råd, inden Tyskland lagde sig for fast på bestemte standpunkter“³).

¹) En række dokumenter er samlet i udenrigsministeriets publikation, *Forhandlingerne med Tyskland i juli-august 1940 angående spørgsmålet om afsluttelse af en told- og møntunion*, København 1941.

²) Anf. skr., side 8.

³) Anf. skr., side 8-9.

Det næste skridt var et tysk udspil med forslag om en told- og møntunion mellem Tyskland og Danmark (mønsterprotektoratet) alene. Dette havde man næppe forestillet sig fra dansk side.

Den tyske ambassadør Ritter fremkom under et besøg i København i slutningen af juli under en samtale med Bramsnæs med et ret dilettantisk forslag om, at både kroner og tyske mark skulle cirkulere i Danmark, men dette blev kraftigt afvist med den begrundelse, at kronen i så fald ville blive fortrængt. Planen blev opgivet og erstattet med et forslag om lettere ombytning mellem de to valutaer til den faste valutakurs, som skulle være kernepunktet i møntunionen. Forhandlingerne om en rammeaftale skulle helst afsluttes i løbet af et par dage. Så havde tyskerne den politiske sejr hjemme.

På finansministerens foranledning udarbejdede fire økonomer, professorerne Axel Nielsen og Carl Iversen, generaldirektør Knud Korst og vice-direktør Svend Nielsen (nationalbanken) en redegørelse for et økonomisk fællesskab med Tyskland.

Redegørelsen tager sit udgangspunkt i en regeringserklæring af 31. juli, hvori det bl. a. slås fast, at den danske krone skal være eneste lovlige betalingsmiddel i Danmark, at aftalen skal baseres på et fast kursforhold, og at overenskomsten ikke må betegnes som en told- og møntunion.

Som følge af manglende viden om formen for det foreslåede fællesskab fremdrager redegørelsen kun visse spørgsmål, som kan tænkes at få særlig betydning. Det påpeges, at det vigtigste ved en møntunion er etableringen af en fast valutakurs, og at der rent faktisk siden 2. september 1939 har eksisteret et sådant fast forhold mellem mark og kroner. Samtidig mener man dog i den nuværende situation, „at opretholdelsen af en ren krone-cirkulation udadtil er et vigtigt udtryk for den danske stats suverænit¹⁾“. Under normale forhold er en fælles cirkulation uden større økonomisk betydning. Man peger på, at en eventuel etablering af en møntunion må medføre en udvidelse af den gældende clearingordning, således at denne kommer til at omfatte samtlige betalinger. Endvidere kan omregningskursen blive et brudent tal og derved umuliggøre benyttelsen af mark og kroner side om side i den daglige omsætning. Den gældende clearingkurs kan på grund af længere tids restriktioner i begge lande ikke antages at afspejle „købekraftspariteten“ – et forhold, der dog kan neutraliseres ved den administrative prisfastsættelse i handelen mellem de to lande. Ved fastsættelsen af en omregningskurs må det endvidere tages i betragtning, at et toldfællesskab sandsynligvis vil medføre en stigning i det danske prisniveau, hvorfor indførelse af en toldunion af hensyn til kursfastsættelsen må gå forud for en møntunion.

¹⁾ Redegørelse af 4. august 1940 (utrykt).

Udvalget mener, at en undersøgelse af prisforholdene vil føre til, at markkursen bør ændres fra 207,40 til et sted mellem 100 og 140. På baggrund af den allerede store dansk-tyske samhandel er det i øvrigt nødvendigt snarest at få fastsat en ny kurs inden for dette interval.

En toldunion på grundlag af den tyske toldlov vil virke ødelæggende for store dele af dansk erhvervsliv, idet både prisniveauet og prisstrukturen vil blive ændret. Endvidere vil en toldunion sandsynligvis føre til en fuldstændig opgivelse af dansk selvstændighed i toldmæssig henseende.

Herefter omtales forskellige muligheder for et begrænset toldfællesskab: frihandelsområde, udvidelse af kontingenter m. v.

Både Scavenius og ikke mindre den øvrige regering havde hurtigt fået betænkeligheder. Man erklærede sig dog i princippet rede til at indlede forhandlinger, men opstillede en ret lang række erhvervspolitiske betingelser samt understregede hensynet til vor politiske selvstændighed og ønsket om, at kronen forblev eneste lovlige betalingsmiddel her i landet. En dansk delegation bestående bl. a. af trafikminister Gunnar Larsen (formand) og nationalbankdirektør Bramsnæs rejste til Berlin i begyndelsen af august for at forhandle, formentlig for at undgå en told- og møntunion. Bramsnæs stillede i hvert fald ved sin ankomst til Berlin den samlede danske delegation følgende spørgsmål: Forhandler vi om at undgå en told- og møntunion, eller forhandler vi om at afslutte en told- og møntunion; kun i første tilfælde vil jeg tage del i forhandlingerne. Delegationen og dens formand var enig i, at man selvsagt forhandlede om at undgå en told- og møntunion¹⁾.

I forbindelse med forhandlingerne drøftedes på dansk foranledning en kroneopskrivning. Tyskerne holdt på, at tilpasninger helst skulle foregå over priserne i landet med det laveste prisniveau. En revaluering holdt alligevel ikke igen på priserne, og det kunne overgangsvist belaste landbruget med den store gældsbyrde. Man ville helst undgå en ændring af kursforholdet.

Nu får tyskerne imidlertid betænkeligheder ved deres forslag om en told- og møntunion, vel som følge af intervention og modvilje hos andre tyske myndigheder og erhvervskredse. Rigsudenrigsministeriet ser måske ikke længere de samme propagandamuligheder i forslaget. Da den danske regering derfor beslutter at meddele, at man ikke er rede til at afslutte en overenskomst, som foreslået af tyskerne, afbrydes forhandlingerne uden større vanskeligheder – dog med bitterhed fra Ritters side.

Ideen om en revaluering af kronen fik dog ikke lov til at dø. Bramsnæs var en ihærdig fortaler for at anvende bl. a. dette middel til at dæmme op for prisstigningerne.

¹⁾ Den parlamentariske kommission, beretning XIII, 1-6, København 1954, side 33.

Allerede i oktober 1940 afgiver et nyt ekspertudvalg et memorandum til finansministeren om de økonomiske konsekvenser af prisstigningerne.

Det fremgår her klart¹⁾, at eksportpriserne på de vigtigste landbrugsvarer er steget stærkt, og at en reduktion af de tyske toldsatser kan medføre en endnu stærkere stigning.

Udvalget overvejer en ændring af kronekursen, en afgift på eksporten, der ikke skal påvirke prisniveauet, og en binding af en del af eksportprovenu. Man er dog mest stemt for en revaluering.

Efter at Bramsnæs i september og oktober gentagne gange over for regeringen havde gjort opmærksom „på det farlige for landets økonomi i den igangværende stigning i eksport- og importpriserne samt udtalt, at de nævnte prisstigninger måtte afbalanceres gennem en kronehævning“, vedtager nationalbankens bestyrelse på et møde den 15. oktober følgende udtalelse:

„Nationalbankens bestyrelse giver sin tilslutning til direktionens standpunkt, at prisforholdenes udvikling gør en hævnning af kronekursen påkrævet“.

Udtalelsen er tiltrådt af den samlede bestyrelse, idet venstremanden, sparekassedirektør J. Jensen-Klejs dog tog forbehold på grund af manglende overblik over konsekvenserne af en kronehævning.

I februar 1941 understreger nationalbanken i en skrivelse til handelsministeren igen nødvendigheden af en revaluering og anmoder samtidig om en forhandling. Bramsnæs deltager herefter den 21. februar i et ministermøde, i hvilket han gennemgår nationalbankens synspunkter samt nogle beregninger af departementschef Cohn. Ifølge disse beregninger skulle en revaluering, hvis hjemmemarkedspriserne blev fastholdt, ikke skade landbruget synderligt²⁾. Nationalbanken argumenterer for, at en kronehævning bør andrage ca. 10 pct.

Resultatet af ministermødet bliver, at Bramsnæs og afdelingschef Wasard fra den 11. til den 14. marts forhandler i Berlin. Vanskeligheder med værdiforholdet mellem Reichsmark og visse balkanlandes valutaer gør, at Reichsbank er bange for, at en ændring i det dansk-tyske valutaforhold kan få konsekvenser for det tyske forhold til balkanlandene. Man går dog med til en kronehævning, for så vidt andre tyske instanser giver deres tilslutning. Rigsudenrigsministeriet er imidlertid imod en sådan ændring, mens der ikke er fuld klarhed om rigsøkonomiministeriets stilling.

¹⁾ En række dokumenter er samlet i udenrigsministeriets publikation, Redegørelse for de stedfundne overvejelser vedrørende en kroneopskrivning som middel til standsning af prisstigningen, København 1941.

²⁾ Anf. skr., side 81. Beregningerne er meget summariske. Den væsentlige faktor i besparelserne, der stilles over for indtægtsnedgangen, vedrører landbrugets private husholdning.

De danske ønsker drøftes igen under vicepræsident Puhls besøg i nationalbanken i begyndelsen af april. Reichsbank viste herunder forståelse for ønsket om en kronehævning, men denne kunne stadig ikke gennemføres på grund af de tyske ministeriers modstand.

Omkring midten af november går Reichsbank på møder i Berlin med Bramsnæs og de interesserede tyske ministerier stærkt ind for de danske ønsker. Rigsøkonomiministeriet giver efter, og rigsudenrigsministeriet går ikke længere imod. Fra anden side – formentlig mest rigsfinansministeriet – viser der sig stadig betænkeligheder, og spørgsmålet bliver ikke afgjort, men udskudt til intern tysk forhandling.

Lørdag den 17. januar 1942 deltog Bramsnæs i et møde i det dansk-tyske regeringsudvalg for den dansk-tyske samhandel. Ministerialdirektør Walter oplyste her, at han havde fået meddelelse fra Berlin om, at han var bemyndiget til at forhandle om en kronehævning på ca. 8 pct. Denne bevægelse svarede stort set til den ændring i kronens værdi, som fandt sted den 1. september 1939. Bramsnæs foreslog straks en kronehævning på 10 pct., men tyskerne havde fået meget bestemte ordrer om ikke at gå ind i forhandlinger om en større opskrivning end 8 pct. Samtidig redegjordes for en række tyske betingelser for kronehævningen.

På møder i nationalbanken den 18., 19. og 20., hvori deltog repræsentanter fra udenrigsministeriet, enedes man om vilkårene for opskrivningen, herunder at kronen skulle opskrives med ca. 8,2 pct. over for alle valutaer. Endvidere traf man tilsyneladende på tysk initiativ en række principielle aftaler om bestemmelser til afbødning af virkninger af revalueringen over for landbruget (landbrugets leveringsvillighed til Tyskland måtte ikke forminskes – priserne i tyske mark forhøjedes), overgangsregler for forskellige faste kontrakter, ophævelse af dansk importafgift fra 1. april 1942, prisudviklingen i Danmark (begrænsning af avancerne ved import bl. a. af kul) samt neutralisering af overskydende købekraft i Danmark.

Resultaterne blev onsdag den 21. januar forelagt for den kgl. bankkommissær, finansministeren og landbrugsministeren og senere samme dag for den samlede regering. Denne tiltrådte enstemmigt planen, idet det dog aftaltes, at partiernes 9-mands udvalg skulle have sagen forelagt. „Et fra enkelt side fremsat forslag om indkaldelse af partimøder blev af nationalbankdirektør Bramsnæs betegnet som risikabelt og som værende uforeneligt med sagens gennemførelse, der af hensyn til konsekvenserne måtte ske hurtigst muligt uden at blive bekendt i videre kredse“ (direktionsprotokollen).

Næste dag forelagde den kgl. bankkommissær planen i partiernes 9-mands udvalg, hvor der blev givet tilslutning. Den 22. januar 1942 kunne regering og nationalbank herefter udsende meddelelse om revalueringen.

11. Foranstaltninger mod pengerigigheden

Rentefald

Den umiddelbare virkning af besættelsen og den øgede likviditet var en tendens til rentefald, som blev markeret af nationalbanken ved en diskontonedsættelse allerede i maj 1940 fra $5\frac{1}{2}$ til $4\frac{1}{2}$ pct. Motiveringen var vel først og fremmest, at det ekstraordinære pres på valutabeholdningen var ophørt ved afskærelsen af de handelsmæssige forbindelser med den vestlige verden. Senere gjorde den øgede likviditet sig stærkere gældende, og dette motiverede dels, at nationalbanken hørte op med at yde rente på indeståender fra banker og sparekasser, dels en yderligere diskontonedsættelse på $\frac{1}{2}$ pct. i oktober¹⁾.

Der blev desuden ført forskellige underhåndsforhandlinger med banker og sparekasserne om en sænkning af indlånsrenten. Provinsbankerne lagde i særdeleshed pres på nationalbanken for at få den til at overtale sparekasserne til at gå med til en rentesænkning. Den gældende private renteoverenskomst mellem banker og sparekasser var blevet ændret i marts 1940, således at den højeste rente for indlån på opsigelse steg med $\frac{1}{2}$ pct. til $4\frac{1}{2}$ pct., og denne sats ønskedes nedsat til det tidligere niveau 4 pct.

Trods henstilling fra nationalbanken fastholdt sparekasserne maksimalrenten på $4\frac{1}{2}$ pct. uanset, at den lå over diskontoen. Denne holdning ændredes dog, efterhånden som likviditeten steg, uden at placeringsmulighederne øgedes, og i sommeren 1941 nedsattes indlånsrentesatserne.

Samtidig faldt obligationsrenten, jfr. figur 20.1, side 328. Faldet var dog ikke voldsomt. I slutningen af 1930'erne lå obligationsrenten typisk på $4\frac{1}{2}$ pct. Ved krigsudbruddet steg den voldsomt til nær ved 6 pct., men kom hurtigt ned på $4\frac{1}{2}$ pct., hvorefter den under besættelsen langsomt sivede ned til $3\frac{1}{2}$ pct. Spørgsmålet om konvertering blev nu igen aktuelt.

Omfattende konvertering

Der var dog ikke stemning for serievise konverteringer med offentlig støtte, men på kreditforeningernes initiativ gennemførtes en midlertidig lov i august 1941 – efter mange forlængelser udløb den i 1950 – med det formål at lette individuelle konverteringer. Loven, der blev vedtaget enstemmigt,

¹⁾ Nationalbankens årsberetning 1940, side 7.

suspenderede tinglysningslovens krav om efterpanthaveres samtykke til konvertering, men var på andre punkter – bestemmelser vedrørende forøgelse af lånene og amortisationstiden – knap så debitorvenlig som de i 1933 og 1934 gennemførte love.

Indenrigsministeren (Knud Kristensen) begrundede denne holdning med, at „således som forholdene er for tiden, og navnlig som de ser ud til at blive i den nærmeste fremtid, kan det ikke bestrides, at det, at alting stiger i værdi, betyder, at de, som sidder med de reelle værdier, i hvert fald pengemæssigt bliver bedre stillet i øjeblikket, mens de, som sidder med obligationerne eller pengene, bliver forholdsvis ringere stillet. Jeg vil derfor ikke kunne anse det for rimeligt at gennemføre et forslag, som stiller dem endnu værre“¹⁾.

Nationalbanken havde efter ministerens oplysninger ikke været inddraget i drøftelserne. Tidligere havde der været overvejelser om en almindelig konvertering, men det var ikke blevet til noget.

I sommeren 1942 gennemføres en speciel regel, der er nødvendig for konvertering af husmandskreditforeningernes obligationer. Under debatten siger den konservative ordfører (Hasle): „Der spørges meget i denne tid om den store samlede konvertering. Når jeg siger, at der spørges meget, ligger der nu ikke deri, at kravet egentlig har været rejst med særlig stor styrke fra noget hold, og givet er det jo, at hvis dette krav skulle imødekommes, måtte staten og nationalbanken stille sig i spidsen, men jeg forstår udmærket godt, at både regeringen og nationalbanken tøver og vel nærmest må siges at stille sig afvisende“²⁾. Partiet fremhæver også de uheldige virkninger, det kan få for en senere normalisering af erhvervslevet, hvis renteniveauet nu kommer alt for langt ned, hvortil kommer, at en almindelig konvertering umiddelbart vil give sig udslag i højere ejendomspriser. Socialdemokratiet og de radikale er vel nok lidt mere interesserede i at fremme konverteringen. Bertel Dahlgaard lægger ikke så megen vægt på de øjeblikkelige virkninger, „men set ud i fremtiden kan selv en mindre lettelse i renten få stor betydning ikke blot for landbruget under de produktions- og afsætningsforhold, der kommer efter krigen, men også for byejendomme, når det nuværende lejeniveau skal fastholdes, hvad jeg går ud fra, der er enighed om her i tinget“³⁾. I øvrigt mener Bertel Dahlgaard, at den førte politik er „udtryk for, at nationalbanken og formentlig også regeringen ønsker at stabilisere renteniveauet, så godt som det nu er muligt, omkring et punkt der svarer til, at 4 pct.'s obligationerne ligger i pari eller måske en smule over pari“⁴⁾.

¹⁾ Landstingstidende 1940/41, sp. 1345.

²⁾ Folketingstidende 1941/42, sp. 2375.

³⁾ Anf. st., sp. 2377.

⁴⁾ Anf. st., sp. 2383.

Under et møde i nationalbanken i september 1942 erklærer direktionen over for repræsentanter for kreditforeningerne, at en almindelig eller serievis konvertering ikke kan forvente støtte fra banken, da „det ville stride mod bankens pengepolitik, såfremt den gik ind i en risiko, der kunne føre til udstedelse af store beløb i nye sedler i forbindelse med indfrielse af kreditforeningsobligationer“.

Det skal yderligere her nævnes, at man i 1946 udvidede loven til også at omfatte købstadshypotekforeninger. På de konservatives foranledning indhentedes under udvalgsbehandlingen udtalelser fra sparekassernes fællesrepræsentation og Assurandør-Societetets komité. Disse gav udtryk for stor betænkelighed ved at opretholde konverteringslovens bestemmelser og for sparekassernes vedkommende navnlig ved at udvide den til hypotekforeningerne.

Forsikringsselskaberne fremhæver, at man ikke på længere sigt kan regne med at holde renten under 4 pct., og at det derfor må være uberegtiget at påføre obligationsejerne tab ved nu ad lovgivningsvej at søge renten bragt ned på 3½ pct.

Sparekasserne fremhæver vanskeligheden ved at forrente de penge, der bliver ledige ved udtrækning og under de usikre pengeforhold vil søge

Tabel 11.1 Konvertering af kreditforeningslån¹⁾ i regnskabsårene²⁾ 1940/41–1948/49

	Restgæld konverteret fra							Konver- teret rest- gæld i alt	Antal konver- terede lån	
	5 pct.				4½ pct.					4 pct. til 3½ pct.
	til 4½ pct.	til 4 pct.	til 3½ pct.	I alt	til 4 pct.	til 3½ pct.	I alt			
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.		
1940/41	—	—	—	—	3	—	3	1	4	100
1941/42	13	9	1	23	26	4	30	—	53	1.850
1942/43	17	24	1	42	230	23	253	5	300 ³⁾	10.800
1943/44	1	4	—	5	197	5	202	3	210	7.700
1944/45	—	5	—	5	507	19	526	20	551	23.100
1945/46	—	2	1	3	362	115	477	524	1.004	38.800
1946/47	—	2	1	3	84	124	208	365	576	30.300
1947/48	—	1	—	1	49	33	82	138	221	14.300
1948/49	—	1	—	1	13	—	13	1	15	2.650
1940/41—										
1948/49	31	48	4	83	1.471	323	1.794	1.057	2.934	129.600

Statistisk Årbog.

¹⁾ Ekskl. Kreditforeningen af Kommuner i Danmark.

²⁾ Regnskabsåret følger finansåret bortset fra Københavns Kreditforening, hvor regnskabsåret følger kalenderåret.

³⁾ Heraf 47 mill. kr. ved serievis konvertering.

Tabel 11.2 Kreditforeningernes cirkulerende kasseobligationer fordelt efter nominal rente i udvalgte år

Ultimo regnskabs- år	Cirkul. kasseobl. i alt	Relativ fordeling efter nominal rente							
		3 pct.	3½ pct.	4 pct. og 4½ pct.	4½ pct.	4½ pct. og 5 pct.	5½ pct. og 6 pct.	6½ pct. og 7 pct.	Tilsammen
	mill. kr.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.	pct.
1932/33	4.258	0	6	18	71	5	.	.	100
1934/35	4.617	0	5	41	52	2	.	.	100
1940/41	5.172	0	4	41	53	2	.	.	100
1948/49	6.750	0	34	52	13	1	.	.	100
1954/55	8.184	0	25	44	20	11	.	.	100
1964/65	21.984	0	8	20	15	19	17	21	100

Statistisk Årbog.

over i sparekasserne, så meget mere som sparekasserne var afskåret fra at købe 5-årige statsobligationer og var underkastet kassebindingsregler „uden at begrundelsen herfor synes indlysende rigtig“¹⁾.

Rigsdagen ville ikke underkende den ulempe, rentefaldet kunne have for sparekasser, forsikringsselskaber og andre obligationskøbere, men tillagde de heldige virkninger for de producerende erhverv større vægt og vedtog enstemmigt forlængelsen og udvidelsen af konverteringsloven.

Konverteringerne kom i gang i 1942, men det fremgår af et referat af mødet i nationalbanken i september 1942, at omkostningerne ved de individuelle konverteringer var så betydelige, at ca. halvdelen af nedgangen i den nominelle rente gik tabt.

De samlede konverteringer blev i de følgende år af et ganske betragteligt omfang, jfr. tabel 11.1 og 11.2.

Hertil kom konverteringer af offentlige lån.

Man tilsigtede således ikke direkte at bremse tendenserne til rentefald. I denne henseende blev markedets tendenser fulgt.

Binding af de ledige penge

Hovedinteressen kom til at knytte sig til den voldsomme forøgelse af likviditeten, der fremkom ved finansieringen af de tyske tropper og ved overskuddet på clearingkontoen.

Stigningen i disse to poster på nationalbankens aktivside gav sig i første omgang udtryk på passivsiden i form af øget seddelomløb og øget indskud på folio.

Samtidig medførte den stærke kreditudvidelse over de tyske konti sam-

¹⁾ Rigsdagstidende 1945/46, tillæg B, sp. 967-68.

Banker og sparekasser	Ult. 1939	Ult. 1942	Medio 1945
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Indlån	4.649	6.277	9.756
Udlån	4.162	3.816	3.365
Obligationer m. v.	946	2.051	3.697

Anm.: Tal for sparekasser er pr. ultimo marts det følgende år – medio 1945 dog pr. ultimo marts samme år.

Statistisk Årbog, nationalbankens årsberetning 1945, Banktilsynet 1920-1945, København 1945, samt tabel 19.1, side 312, og tabel 19.2, side 314.

men med begrænsningen af produktionen, at bankers og sparekassers udlån begyndte at falde, jfr. ovenstående oversigt.

Indlånene steg altså under hele besættelsen med mere end fem milliarder kr., mens udlånene faldt med ca. 800 mill. kr.

For nationalbanken blev det en central opgave at søge at neutralisere denne likviditetsforøgelse. Det er næppe for skarpt at sige, at nationalbanken støttede enhver disposition, der kunne bidrage til at binde en del af disse beløb, uanset om bindingen var ganske svag, og uanset om den næsten udelukkende var af bogholderimæssig karakter¹⁾.

Den tankegang, der ligger bag, findes klare udtrykt i bankens årsberetning for 1941²⁾.

Det fremhæves, at udviklingen medfører en fare for „det danske pengevæsens stabilitet, såvel rent øjeblikkelig som på længere sigt“.

Der fortsættes: „De mange ledige penge, som de private banker og sparekasser ikke længere ser sig i stand til at frugtbar gøre på normal vis, vil kunne gøre skade, såfremt de søges investeret på en for samfundets husholdning mindre økonomisk måde. Der spores en ret tydelig tendens til anbringelse af midler under spekulationsmæssige former eller i de forhåndenværende ejendomme i landet, hvorved priserne på kapitalværdierne drives i vejret til skade for erhvervslivets fremtidige rentabilitet.

Det er nationalbankens opfattelse, at det såvel af hensyn til disse rent øjeblikkelige faremomenter som af hensyn til de spørgsmål, der opstår,

¹⁾ Dette gælder f. eks. ønsket om, at staten skulle indbetale et beløb til nedbringelse af statens reguleringskonto, der var oprettet ved revalueringen i 1942, hvor der opstod tab på tilgodehavenderne i Tyskland på 125 mill. kr., som ifølge statsgarantien skulle dækkes af staten. Nationalbanken hævdede, at en nedbringelse var rimelig som led i foranstaltningerne mod inflationen. Der forhandlede om spørgsmålet i 1942, og bankens bestyrelse og repræsentantskab kom med henstillinger om, at gælden blev nedbragt. På statsregnskabet 1942-43 blev der så afskrevet 40 mill. kr. på kontoen, men nationalbanken var ikke tilfreds hermed. Endelig indvilgede finansministeriet i marts 1944 i at indbetale yderligere 40 mill. kr.

²⁾ Nationalbankens årsberetning 1941, side 6.

når krigsøkonomien engang skal afvikles, vil være nødvendigt, at der, eventuelt ad lovgivningens vej og på anden måde, gennemføres foranstaltninger, som tilsigter en anbringelse af de ledige pengemidler i en form, der giver dem nogen forrentning og samtidig en mindre likvid karakter“.

Under en forhandling i januar 1942 med bankerne om pengerigeligheden anbefalede disse „en større emission af 2-årige statsgældsbeviser som et egnet middel til binding af ledige private penge, som bankerne ikke længere så sig i stand til at yde rente af“. Denne risiko for en yderligere nedgang i renten på korte penge – indskud – førte til, at nationalbankens direktion vedtog at udarbejde en samlet plan, der skulle behandles af bestyrelse og repræsentantskab og derefter tilstilles den kgl. bankkommissær.

En sådan plan blev behandlet på et bestyrelsesmøde i slutningen af januar 1942, hvor det blev vedtaget, at der dels skulle arbejdes på en indstilling til repræsentantskabet, dels forhandles med den kgl. bankkommissær om udarbejdelse af lovforslag.

Planen indeholdt i korthed fire led.

1. Tvungne kassereserver for banker, men ikke for sparekasser. Maksimumssats på 25 pct. af samlede anfordringsindskud med adgang for nationalbanken til individuel dispensation og eventuelt generel sænkning.
Nationalbanken ville være villig til at forrente disse konti med $\frac{1}{4}$ pct.
2. Oprettelse af opsigelseskonti for banker og sparekasser i nationalbanken. Renten på 6 måneders opsigelse skulle være $\frac{3}{4}$ pct.
3. Salg af statspapirer. 2-årige statsgældsbeviser med rentefod $1\frac{3}{4}$ pct. alene til private og skatkammerbeviser til diskonto $\frac{3}{4}$ pct. også til banker og sparekasser.
4. Udstedelse af statsspareobligationer.

Efter forhandling om disse forslag blev de forelagt repræsentantskabet i marts 1942, hvor de blev anbefalet, „idet man dog ikke har anset det for repræsentantskabets opgave at tage stilling til forslagernes enkeltheder“. Herefter blev de tilstillet den kgl. bankkommissær.

I argumentationen for forslagene peges der såvel på, at der ved den meget lave rente vil „opstå en fare for en unormal anvendelse af kapitalen i spekulationsøjemed og for fejlagtige investeringer“ samt „at de mange ledige penge i de private banker vil kunne danne grundlaget for en usund kreditydelse, når der atter udefra kommer tilgang af rå- og hjælpestoffer samt færdigvarer. Erfaringerne fra tiden umiddelbart efter den første verdenskrigs afslutning viser dette“¹⁾.

¹⁾ Nationalbankens årsberetning 1943 side 21. P. Nyboe Andersen, Lånerenten, København 1947, side 278, synes ikke at have været opmærksom på, at begge argumenter anvendtes.

I løbet af april blev der ført forhandlinger i regeringen og mellem myndighederne og pengeinstitutterne, og der opnåedes til slut enighed om forslag, der på forskellig vis afviger fra nationalbankens udkast.

For det første bliver kassereresvebestemmelsen ikke udformet i en selvstændig lov, men som tillæg til bankloven. Herved understreges, at bestemmelserne er midlertidige.

For det andet ændres – på bankernes foranledning – beregningen af de beløb, der skal bindes. I stedet for binding alene af en vis procent af indlånene foreslås en mildere gennemsnitsbinding, men suppleret med binding af en vis procent af indlånsforøgelsen.

For det tredje bliver myndigheden til at dispensere og eventuelt generelt nedsætte satserne henlagt til handelsministeren, der handler efter indstilling fra nationalbanken.

For det fjerde gøres loven udtrykkelig tidsbegrænset til udgangen af juni 1944, mens nationalbanken havde ønsket den gældende indtil videre.

I folketingssdebatten er det ganske klart, at et af hovedmotiverne for vedtagelsen er, at de private banker og sparekasser er ved at ophøre med at give rente af indskud. Handelsministeren (Halfdan Hendriksen) siger ved forelæggelsen den 25. juni 1942, at en væsentlig del af indskud i bankerne „enten slet ikke forrentes eller kun erholder en ganske beskeden rente, og denne bevægelse henimod bortfald af renten for korte penge må påregnes at blive fortsat, medmindre der træffes særlige foranstaltninger“¹⁾. Han er dog klar over, at inflationsrisikoen – så længe der er pris-kontrol og andre reguleringer – er begrænset til prisstigninger på kapitalgenstande.

Vel har handelsministeren bemyndigelse til at dispensere, men det siges ganske klart, at spørgsmålet om dispensation vil „ofte være afhængigt af en pengepolitisk bedømmelse af de dispositioner, der har medført, at banken ønsker at få dispensation, og det er derfor fundet naturligt, at nationalbanken har en afgørende indflydelse på, om en sådan dispensation skal gives eller ikke“²⁾.

Stats- og finansministeren (Buhl) forelægger samtidig forslaget om 2-årige statsgældsbeviser (må ikke tegnes af banker og sparekasser), skatkammerbeviser på 6 måneder og statsspareobligationer (disse sidste kan kun udstedes til private personer) og fremhæver, at udgiften for statskassen er „en renteudgift, der må betragtes som en slags risikopræmie, der betales for så vidt muligt at afværge de forstyrrelser, som løsgående penge kan medføre“³⁾.

Debatten er ikke dybtgående og viser ikke nogen større forståelse. Der

¹⁾ Folketingstidende 1941/42, sp. 2151.

²⁾ Anf. st., sp. 2156.

³⁾ Anf. st., sp. 2158.

er almindelig tilslutning med besynderlige begrundelser. Kun skal det anføres, at Buhl i sit svar fremhæver, at han anser risikoen for senere kredit-ekspansion „for et af de allervigtigste og allervanskeligste økonomiske problemer, et problem, som vi heller ikke er færdige med, når krigen er forbi, men som sikkert vil påkalde foranstaltninger udover, hvad der her er foreslået, videre frem i tiden“¹⁾. Piben fik en anden lyd i 1948.

Halfdan Hendriksen slutter af – provokeret af et spørgsmål – med at hævde, at lovforslaget om kassereserver ikke har noget som helst at gøre med „rentespørgsmålet her i landet“²⁾.

Princippet i kassereserveoven var altså, at banker – men ikke sparekasser – skulle binde 15 pct. af deres korte indskud (væsentlig folio og kontokurant), 5 pct. af deres halvlange indskud (på bankbog m. v. på anfordring eller kortere opsigelse end 3 måneder) samt 40 pct. af stigningen i de korte indskud siden ultimo august 1939. De lange indskud – 3 måneder og derover – gik fri³⁾.

Der var altså tale om en kombination af gennemsnits- og marginalregler.

De to love af 3. juli 1942 gav således mulighed for delvis at neutralisere en del af den stærke forøgelse af likviditeten – en neutralisering som man havde forsømt under den første verdenskrig, men som unægtelig i mange henseender ikke var særlig effektiv. Der var stadig rigelig likviditet i banksystemet, og statspapirerne var yderst kortfristede og dermed lette at gøre helt likvide. Krigsfinansieringen adskilte sig dog ikke i disse henseender fra andre landes. Også her skete den i stor udstrækning ved kortfristede statslån via banksystemet. Teknikken var nok forskellig. I Danmark var det tyskerne, der trak på nationalbanken, hvorefter myndighederne bagefter gjorde disse tilgodehavender lidt mindre likvide, men resultatet var det samme.

Bramsnæs var ikke tilfreds med resultatet og foranledigede finansministeren til at nedsætte det såkaldte professorudvalg i januar 1943.

Udvalget afgav allerede den 2. marts 1943 en betænkning, hvori der anbefalede en række skatte- og afgiftsforhøjelser, emission af mere langfristede statsgældsbeviser, skærpelse af likviditetsreglerne for banker og inddragelse af sparekasserne under reglerne samt afgift på salg af landbrugsejendomme til ikke-landbrugere.

Denne betænkning blev fulgt op af et nyt memorandum fra nationalbanken af 15. april 1943, hvor man under hensyn til den stigende beskæftigelse, det stigende indkomstniveau og den faldende vareforsyning anbefaler professorudvalgets forslag. Bestyrelsen anbefaler ligeledes, at der op-

¹⁾ Anf. st., sp. 2252.

²⁾ Anf. st., sp. 2253.

³⁾ Lovene af 3. juli 1942 aftrykt i nationalbankens årsberetning 1942, side 27–31.

tages forhandlinger mellem regeringen og nationalbanken om yderligere foranstaltninger.

Regeringen – med Scavenius som statsminister og Kofoed som finansminister – går ind for en stramning, men både forelæggelsestalerne og debatten forekommer endnu tyndere end året før.

Finansministeren supplerer de tre papirer fra 1942-loven med 5-årige obligationer (må ikke tegnes af banker og sparekasser) og 10-årige obligationer (har ingen begrænsning) og karakteriserer det blot som en fortsættelse af sidste års lovgivning¹).

Handelsministeren (Halfdan Hendriksen) gør noget mere ud af forelæggelsen og giver bl. a. en omfattende begrundelse for, at sparekasserne nu kommer med²).

Det væsentlige i forslaget er, at bankerne nu ud over 1942-loven skal binde 45 pct. af stigningen i de halvlange indskud (på bankbog m. v. på anfordring eller kortere opsigelse end 3 måneder) og 50 pct. af stigningen i indskud på mindst 3 måneder men under 6 måneder. Sparekasserne nøjes med at skulle binde 50 pct. af stigningen i indskud under 6 måneder – altså også de helt korte.

Desuden indføres, såvidt det kan ses med tilslutning fra nationalbanken, en regel, som kom til at spille en stor rolle senere hen, nemlig at bankerne ved beregning af kravet til egenkapitalen (10 pct. af de samlede gælds- og garantiforpligtelser) kunne fradrage et beløb i gælds- og garantiforpligtelserne, som svarer til det beløb, der skal bindes ekstraordinært ifølge loven³).

Provenuet af salget af statspapirerne indbetales på særlig konto i nationalbanken.

Efter den 29. august 1943 videreførtes disse foranstaltninger, men der skete ikke nogen udvidelse.

Et overblik over de gennemførte foranstaltninger fås af nedenstående oversigt, jfr. bilagstabel I, V, VIII, X og XIII.

	Ult. 1939	Ult. 1941	Ult. 1943	Medio 1945
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Tyske konti	–	1.617	4.147	7.699
Seddelomløb	600	842	1.359	1.241
Folio i nationalbanken	114	825	490	495
Banker og sparekasser (opsigelseskonti) ..	–	–	472	946
Banker og sparekasser (kassereresvekonti)	–	–	972	1.955
Statskonti	-279	148	869	3.023

¹) Folketingstidende 1942/43, sp. 1616 ff.

²) Anf. st., sp. 1640 f.

³) Lovene af 8. juli 1943 er aftrykt i nationalbankens årsberetning 1943, side 29–36. En omtale findes side 11–12.

Af en samlet likviditetsforøgelse på ca. 7.700 mill. kr. var altså godt 5.000 mill. kr. havnet på statskonti og på kassereservekonti, men hermed var der som nævnt ikke sikret nogen egentlig binding, da en stor del af indskuddene på statens konti modsvarede af korte værdipapirer.

Det var helt klart, at forbindelsen mellem den realøkonomiske udvikling og pengesystemet i stor udstrækning var klippet over, og der har derfor været en tilbøjelighed til at anskue pengerigelighedsforanstaltningerne næsten udelukkende som en ret overflødig forrentning af befolkningens og pengeinstitutternes ledige midler.

Det er dog nok at gå for vidt. Dels må det antages, at foranstaltningerne i nogen grad bidrog til at holde igen på prisstigningerne på formuegoder, dels havde man skabt et apparat, hvorved det ville være muligt at beherske den pengepolitiske udvikling i årene efter krigen, hvis man ville acceptere den rentestigning, der nødvendigvis måtte følge.

12. Genopbygning og pengesanerering

Det økonomiske tab under besættelsen

Den skade, besættelsen havde forvoldt dansk økonomi, var forholdsvis let at overskue. Befolkningen var ikke underernæret, der var ikke lidt store tab blandt ungdommen, uddannelsen var ikke blevet afbrudt, og produktionsapparatet var nok slidt noget ned, men ikke afgørende forringet¹).

Alligevel talte man om økonomisk genopbygning helt frem til begyndelsen af 1950'erne på trods af, at den reale produktion pr. indbygger allerede i 1947-48 var nået op på førkrigsniveau. Årsagen hertil var først og fremmest, at det tog mange år at gennemføre et nyt produktions- og handelsmønster både internt og internationalt. Dernæst blev kapitalapparatet forøget som følge af den større aktivitet, der hang sammen med den højere beskæftigelsesgrad. Dette investeringspres blev identificeret med genopbygning. Arbejdsløsheden kom dog først i begyndelsen af 1960'erne ned på normalt vesteuropæisk niveau.

Undertrykt inflation og valutavanskeligheder

Det var karakteristisk for den økonomiske politik, at man ved direkte indgreb kontrollerede udviklingen i priser, produktion, fordeling og udenrigsomsætning. Ved det herskende prisniveau både i forbrugs- og investeringssektoren var der en utilfredsstillt efterspørgsel, der ville kunne finansieres dels ved opsamlede likvide beholdninger, dels ved at anvende den del af den løbende indkomst, som nu i stedet blev brugt til mindre attråverdige formål, der ikke var omfattet af kontrol (askebægerindustri). På disse sidste områder kunne prisstigningerne derfor blive særlig store. En sådan situation er altså karakteriseret ved undertrykt inflation på de regulerede områder og åben inflation på de ikke regulerede områder.

Hvis man ville holde prisniveauet nede, måtte den økonomiske politik løse denne opgave både ved at nedbringe de likvide beholdninger og ved at begrænse indkomststrømmen.

Det kan ikke siges, at opgaven lykkedes, selv om stigningen i detailpri-

¹) I Danmarks nationalbudget for 1948, side 10, anslås forbruget ved krigens ophør at have været 20 pct. lavere end i 1938, og landets status at være forringet med godt 6 milliarder kr. i 1945-priser. Nettofaktorindkomsten i 1945 anslås til godt 12 milliarder kr.

serne, bl. a. takket være subsidier af forskellig art, i perioden fra 1945 til 1950 var forholdsvis moderat – godt 10 pct. i perioden som helhed, hvorimod engrospriserne steg med godt 35 pct., jfr. side 295.

Ligesom i 1930'erne var udviklingen på betalingsbalancen det forhold, der var mest dominerende for udformningen af den økonomiske politik.

Den gamle tradition, at vort overskud over for England kunne omlægges til indkøb af bl. a. råstoffer fra andre valutaområder, gjaldt ikke længere, fordi sterling ikke var konvertibel.

I betalingsaftalen af august 1945 var der efter engelsk ønske en bestemmelse om ydelse af ubegrænset gensidig kredit, men der var kun givet løse og uforbindende tilsagn om adgang til at omlægge en del af det forventede store danske overskud. England regnede med at kunne få kredit fra Danmark til sin genopbygning.

Samtidig forlangte England under handelsforhandlingerne i efteråret, at de danske priser på landbrugsvarer skulle bringes ned på det lave niveau, som gjaldt for eksporten fra dominions til England, mens det danske landbrug forlangte de væsentlig højere priser, tyskerne havde givet.

Resultatet blev en aftrappingsordning, hvorefter priserne skulle ende på dominionniveau plus et kvalitetstillæg senest den 1. januar 1947.

Følgende de liberale synspunkter vedrørende importpolitikken indførte venstre regeringen omgående fri bevillingsudstedelse for import fra sterlingområdet, hvilket medførte et enormt importoverskud over for England og dermed en stor valutagæld (valutapuklen). Da England ikke ville fortsætte kreditgivningen til Danmark, måtte importoverskuddet nedbringes i 1947.

Priserne på landbrugsvarerne til England blev trods den oprindelige aftale forhøjet noget i 1946, men ikke i tilfredsstillende grad, når man sammenlignede med de priser, der kunne opnås ved eksport til de såkaldte tredjelande. Situationen blev så anspændt i 1947, at eksporten til England blev standset, og man opnåede først en tilfredsstillende ordning i begyndelsen af 1948, hvorefter der fulgte en række år med gode forrentningsprocenter for landbruget.

Den engelske kredit bragte vor nettogæld over for udlandet op på nær ved 2 milliarder kr., hvor den stort set holdt sig indtil 1950 – dog med en svag stigning.

Denne nettogæld var i og for sig ikke stor målt med nationalprodukt eller udenrigsomsætning, men der var i disse år ikke store muligheder for at opnå lån. Man kunne derfor ikke tillade sig at have en høj beskæftigelsesgrad under strukturuomlægningen fra landbrugseksporterende til industrieksporterende land.

Valutareserven var i disse år negativ i den forstand, at nationalbankens og bankernes kortfristede gæld oversteg deres tilgodehavender. Der skulle

derfor – ligesom i 1930'erne – kun små forringelser til, før en ændring i den økonomiske politik blev nødvendig.

Nettovalutastillingen:

	mill. kr.
ultimo 1945	271
– 1946	– 395
– 1947	– 660
– 1948	– 574
– 1949	– 389
– 1950	– 680

Nationalbankens valutastilling: Bilagstabel XIV.

Private bankers valutastilling: Statistiske Efterretninger.

De forskellige bilaterale betalingsaftaler gav visse kreditmuligheder, men bevægelsesfriheden var ikke stor. I 1946–47 måtte importreguleringen som nævnt strammes, og forringelsen i 1950 resulterede i en væsentlig skærpelse af finans- og pengepolitikken.

Der skete en afgørende forbedring ved marshallhjælpen, der indledtes i 1948. De store beløb kom i 1949 og 1950 og androg ca. 2 pct. af bruttonationalproduktet pr. år. Dette gav en væsentlig lettelse på betalingsbalancen.

Samtidig gav marshallhjælpen stødet til en udvikling i retning af multilateralisering af handels- og betalingsforholdene, som betød en stigende grad af frihed og dermed øget konkurrence. Dette var den amerikanske betingelse for ydelse af hjælpen til Vesteuropa. Dansk industrieksport fik herved lettere adgang til andre lande, hvorimod landbrugseksporten stadig blev mødt med beskyttelse.

Den stigende velstand og høje beskæftigelse udløste i sig selv stærke krav om afvikling af restriktioner og overgang til markedsøkonomi med frit forbrugsvalg og frihed til at foretage investeringer i den private sektor. Marshallhjælpen kom til at virke netop i en sådan situation. Målsætningen om afvikling af restriktioner kom i stigende grad til at præge 1950'erne, men der går ikke nogen lige linie fra befrielsen til 1950'erne.

Det hører med til forståelsen af efterkrigstidens debat, at man i den vestlige verden overalt ventede prisfald og arbejdsløshed efter en kort periode, ligesom det var sket efter tidligere storkrige¹⁾. Frygten for arbejdsløshed var reel. Derimod var spændingen mellem samfundsgrupperne ikke nær så stærk som i 1930'erne. Den stærkeste reaktion var vel den store, men kortvarige fremgang for det kommunistiske parti ved valget i oktober 1945. Den tolkes ofte som en reaktion på den særlig stærke nedgang i arbejderne realindkomst under besættelsen, men var vel også påvirket af forholdene i den internationale politik.

¹⁾ Se E. Hoffmeyer, Stabile priser og fuld beskæftigelse, København 1960, navnlig side 16–17 og kapitel 3.

Finanspolitikken dominerer. Behov for bedre planlægning af den økonomiske politik

Uanset om der var ønsker om at genindføre markedsøkonomi, var det i hvert fald i perioder vanskeligt at forestille sig, hvordan man skulle komme ud af det eksisterende netværk af bilaterale handels- og betalingsaftaler og interne reguleringer og subsidieordninger.

Hvis det regulerede økonomiske system blev af varig karakter, måtte behovet for bedre planlægning melde sig med forøget styrke.

Dette hang bl. a. sammen med, at finanspolitikken pludselig var kommet til at indtage en dominerende stilling i den økonomiske politik.

Genopbygning og pengesanerering skulle på afgørende måde styres af finanspolitikken. Herom var der politisk enighed, men der var forskel på ambitionsgraden.

Under venstre-regeringen fra november 1945 til november 1947 gennemførtes pengereguleringerne, som sigtede mod at normalisere likviditeten i den private sektor. Der var i det væsentlige tale om formueskatter, hvis provenu blev anvendt til nedbringelse af statens reguleringskonto i nationalbanken¹). De betalinger, der var foretaget af tyskerne under besættelsen, var samlet på denne konto.

Den private sektors likviditet blev herved nedbragt, men samtidig lempede man kassereservereglerne, da bankernes likviditet blev anspændt i foråret 1947, og bankerne kunne derfor uhindret foretage en udlånseksponering på i alt op mod 70 pct. i disse to år. Realiteten var derfor, at man erstattede en formodet selvfinansiering med bankfinansiering.

Under debatten om lempelsen af kassereservereglerne gik socialdemokraterne imod med den begrundelse, at risikoen for fejlinvesteringer ville være for stor, hvis bankerne fik for rigelig kassebeholdning, hvorimod de konservative støttede regeringsforslaget bl. a. med den motivering, at opretholdelse af kassereserveregler kunne føre til øget statsindflydelse på långivningen.

Under venstre-regeringen gennemførtes dog i 1946 boligstøttelovgivningen, som i de følgende år skulle gøre staten til den største långiver på boligmarkedet.

¹) Nationalbanken pressede stærkt for en sådan nedbringelse og normalisering af pengeforholdene. I en skrivelse af 2. februar 1946 til den kongelige bankkommissær hedder det bl. a.: „Erfaringerne fra den første verdenskrig viser, at spiren til den inflation, der dengang rystede det danske pengevæsen, vel blev lagt under selve krigen, men at efterkrigsårene blev de værste, og at inflationen først fuldt kom til udbrud, efter at selve krigen var overstået. Det var i sin tid i ikke ringe grad ukyndighed og mangel på erfaring, der var skyld i ulykkerne. I dag burde forholdene imidlertid ligge helt anderledes, idet man har erfaringerne fra den første verdenskrig at bygge på“. Skrивelsen er trykt i nationalbankens årsberetning 1945, side 55-59.

Da den socialdemokratiske mindretalsregering kom til magten i november 1947, blev der hurtigt udarbejdet en økonomisk oversigt, der indeholder en lang række principielle pengepolitiske betragtninger.

Hovedsynspunktet er, at finanspolitikken bør indrettes således, at man i højere grad søger at bremse indkomststigningerne, og at renten ikke er anvendelig ved udvælgelse af investeringsprojekter, hvorfor man roligt kan holde en lav rente kombineret med investeringskontrol. Hvis likviditeten skal strammes, må det ledsages af kreditrationering, således at investeringsprojekterne udvælges efter samfundsmæssige kriterier.

Planlægningen af den økonomiske politik udbygges, idet der udnævnes en økonomiminister, som får til opgave at samordne retningslinierne for den økonomiske politik. Det sker bl. a. derved, at der hvert år skal udarbejdes et Danmarks nationalbudget, der er „mere end et blot og bart statistisk skøn, det indeholder herudover på visse områder et program for den økonomiske politik“¹⁾.

Pengeopsugningen fortsætter som følge af de tidligere gennemførte love, hvilket var medvirkende til en vis stigning i obligationsrenten og et pres på bankernes likviditet.

Regeringen besluttede derfor at afvikle kassereservereglerne i 1949, selv om nationalbanken i efteråret 1948 havde øget bankernes lånemuligheder. Tankegangen var, at en stigning i renten var tegn på, at likviditeten ikke var tilstrækkelig til, at de nødvendige investeringer kunne gennemføres.

Under debatten i folketinget gik de konservative nu imod en ophævelse af kassereservereglerne med den motivering, at efterspørgselspresset ville blive for stærkt. Der er ikke mere nogen principiel modstand mod kassereservebestemmelser, men der var i øvrigt ikke nogen generel diskussion om disse bestemmelsers rolle i pengepolitikken.

Man kan således sige, at pengepolitikken fra 1945 til 1950 var domineret af på den ene side pengeopsugningen via de i rigsdagen vedtagne penge-
rigelighedslove, hvortil kom forringelsen af valutastillingen, og på den anden side afviklingen af kassereserve-lovene. Hver gang likviditeten i bank-systemet begyndte at strammes, lempedes kassereservebestemmelserne.

De pengepolitiske beslutninger lå i denne periode langt overvejende i regeringens og rigsdagens hænder – beslutningerne blev selvsagt som hovedregel truffet efter forhandling med nationalbanken – men da mulighederne for at lempe kassereservereglerne var ophørt ved den endelige afvikling den 1. januar 1950, måtte der skabes nye metoder til at afstemme finans- og pengepolitikken.

¹⁾ Danmarks nationalbudget for 1948, side 4.

13. Sterlingkursen. Pengesaningen 1945-47

Engelsk vurdering af kronen

Det fortælles, at de engelske tropper ved deres ankomst til København i maj 1945 havde fået opgivet en kronekurs på 20,00, der altså var forskellig fra den officielle, hvilket bragte Bramsnæs i harnisk.

England havde en åbenbar interesse i en lav kronekurs, fordi det i så fald ville blive lettere at få landbrugsvarer til lave sterlingpriser. Kursen blev gjort til genstand for drøftelser under forhandlingerne om betalingsaftalen i sommeren 1945. Bramsnæs gik med utrættelig energi ind for at fastholde 19,36, som var blevet resultatet af opskrivningen i 1942.

Englænderne satte åbenbart meget ind på at vise, at det ville være bedre, om Danmark valgte en højere sterlingkurs. Bramsnæs oplyser således:

„Under forhandlingerne i det engelske finansministerium havde jeg en diskussion om kursspørgsmålet med Lord Keynes, der er finansministeriets økonomiske rådgiver. Han fremholdt rent teoretisk, at der var en fare ved at sætte et lands valuta for højt, og han påviste, at det havde man gjort bl. a. i Grækenland og Frankrig. Det sidste var jeg enig med ham i, men jeg kunne ikke se, at det havde noget med Danmarks forhold at gøre, og da Keynes åbenbart ikke havde nogen underretning om prisforhold og lønforhold i Danmark, var hans argumentation rent abstrakt og kunne næppe overbevise nogen, der kendte disse forhold“¹⁾.

Venstreregeringens vaklen med hensyn til valutakursen

Den danske regering fulgte nationalbankens standpunkt, men venstres repræsentanter i samlingsregeringen var utilfredse med afgørelsen, og der var til stadighed i pressen diskussion om kronekursen. I 1946 rejstes spørgsmålet om kronekursen i folketinget under en forespørgselsdebat den 30. januar. Kommunisterne pressede under Aksel Larsen hårdt den nye venstreregering for en klar udtalelse om, at den ikke ville foretage sig noget med kronekursen uden i forvejen at have sikret sig flertal i rigsdagen. Statsministeren (Knud Kristensen) var meget undvigende i sine svar. „Der kan også ske det, at vi kommer i en periode, hvor rigsdagen ikke er inde. Der kan altså ske så meget, og jeg er ikke i stand til at love noget, eller

¹⁾ C. V. Bramsnæs, Danmarks pengepolitiske forhold, Tidsskrift for Industri nr. 19, 1945, side 178.

rettere sagt, jeg vil ikke love noget, som jeg ikke kan holde, og som der ikke er baggrund for at holde. Men jeg kan sige, at vi ikke er tilhængere af eller ønsker i og for sig en kronesænkning, hvis det kan undgås¹⁾. Det er forståeligt, at denne tilkendegivelse ikke blev opfattet som en klar stillingtagen. Usikkerheden medførte tendens til at udskyde hjemtagelse af eksportprovenuet.

Nationalbanken benyttede lejligheden til i en skrivelse til den kgl. bankkommissær af 2. februar 1946 om overførsel af tyskergælden til statens reguleringskonto at fremhæve betydningen af pengesanereringen samt i meget kategoriske vendinger at slå til lyd for, at valutakursen skulle fastholdes²⁾.

Den stadige uro bidrog til, at nationalbankens gæld til Bank of England voksede. Gælden førtes ifølge betalingsaftalen i debitors valuta, altså i dette tilfælde i kroner.

Samtidig førtes der forhandlinger om engelsk støtte til Danmark i form af dansk anvendelse af sterling til indkøb af råvarer uden for sterlingområdet. Regeringen ønskede nu, at nationalbanken skulle optage en kort valutakredit, som skulle omlægges til dollars, men dette blev afslået med henvisning til de ugunstige erfaringer i trediverne. I givet fald måtte staten selv optage et lån.

En repræsentant for Bank of England kom i begyndelsen af februar til København med besked om, at det var udelukket, at Bank of England ville stille dollars til rådighed for Danmark, hvis man fik et tilgodehavende, der var behæftet med risiko. Man var blevet nervøs over den danske regerings udtalelser og ønskede betalingsaftalen suppleret med et fortroligt brev, hvori Danmark lovede at rådføre sig med England, inden kronekursen eventuelt blev nedsat, og udtrykkelig ydede England garanti mod kurstab på kroner.

Selvom den af England ønskede garanti kunne være begrænset til de beløb, der blev omlagt til dollars, anbefalede nationalbanken regeringen, at der blev ydet garanti for hele beløbet for at skabe den fornødne ro om betalingsoverenskomsten. Dette forslag blev accepteret.

Diskussionen om kronekursen fortsatte i foråret, da man skulle optage forhandlinger om forhøjelse af priser på landbrugseksporten til England, og Bramsnæs fortsatte sine bestræbelser på, at kursen skulle holdes fast³⁾.

¹⁾ Folketingstidende 1945/46, sp. 2149-50.

²⁾ Nationalbankens årsberetning 1945, side 55-59. Skrivelsen var forelagt bestyrelsen, inden den blev afsendt og enstemmigt tiltrådt. Dog tog venstremanden Hauch og venstremanden, sparekassedirektør Jensen-Klejs hver for sig visse forbehold over for udtalelserne om kronekursen.

³⁾ Således i et radioforedrag den 31. maj 1946, hvor han i skarpe vendinger kritiserer, at den udenrigsministerielle embedsmand, der ledede englandsforhandlingerne, offentligt udtalte sig for en kronesænkning.

Spørgsmålet tages gentagne gange op i folketinget, hvor finansministeren (Thorkild Kristensen) ikke kan skjule sin irritation over, at nationalbanken blander sig i diskussionen: „Det forekommer mig principielt noget betænkeligt, at et sådant udøvende organ driver politisk propaganda ved at offentliggøre de indstillinger til den pågældende minister (brevet af 2. februar, E.H.), som banken har afgivet; men vi er jo her i landet liberale, og jeg skal derfor ikke komme nærmere ind derpå¹⁾. Dette synspunkt imødegås dog omgående af den konservative Aksel Møller²⁾. Både socialdemokrater og konservative var imod en devaluering.

Hen på efteråret 1946 skulle der imidlertid tages en beslutning, idet vort medlemsskab af Den internationale Valutafond forpligtede os til at anmelde en parikurs. Der blev den 10. oktober givet meddelelse om parikursen, men regeringen vægrede sig stadig ved at tage et fast standpunkt. Ifølge reglerne kunne et medlem inden 90 dage efter anmeldelsen forhandle med valutafonden om en anden kurs. Nu meddelte regeringen, at man var villig til at forhandle med fonden om fastsættelse af en frist, inden for hvilken regeringen skulle meddele, om den anså den anmeldte kurs for tilfredsstillende. Man ville altså holde spørgsmålet åbent så længe som muligt.

Bramsnæs modsatte sig en sådan yderligere forlængelse, der ville blive udlagt som svaghed med hensyn til den danske krone. Han pressede den kgl. bankkommissær og finansministeren for en afgørelse, og efter forhandlinger med partiformændene meddelte regeringen den 29. november, at man ikke ønskede en forlængelse af fristen, der således udløb den 12. december 1946.

Hermed var kronekursen i realiteten fastlagt.

Sanering uden nettoopsugning

De kaotiske forhold i befrielsessommeren og i efteråret 1945 bevirkede, at underskuddet på statsfinanserne fortsatte året ud. Det, man kalder pengesaningen, begynder derfor først i 1946.

Udgangspunktet for saneringen var den samlede tyske gæld, der i overensstemmelse med statsgarantien blev overført til statens reguleringskonto pr. 31. december 1945 med et beløb på 7.611 mill. kr.

Som nævnt i afsnit 11 var en stor del af dette beløb havnet på forskellige statskonti og på kassereservekonti, men bindingen på statskontiene var ikke særlig fast, idet der var tale om provenu af korte statspapirer, som i stor udstrækning var solgt til pengeinstitutterne. En udlånsforøgelse kunne der-

¹⁾ Folketingstidende 1945/46, sp. 5939.

²⁾ Anf. st., sp. 5957.

for let finansieres ved at undlade at tegne nye, når de gamle løb ud. Dette skete navnlig i 1948, jfr. side 268.

Den samlede pengemængde var forøget, og det var som anført et af målene for saneringen at formindske likviditeten. Følgende summariske oversigt viser, i hvor vid udstrækning dette lykkedes.

Ultimo år	Seddelomløb	Indskud i banker	Indskud i sparekasser*)	Indskud på postgiro	I alt
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
1939	600	2.469	2.180	72	5.321
1945	1.561	5.881	4.272	468	12.182
1947	1.641	5.415	4.666	371	12.093
1949	1.627	5.506	4.934	371	12.438

*) Pr. ultimo marts det følgende år.

Det vil ses, at den samlede likviditet var bogstavelig talt uændret fra udgangen af 1945 til udgangen af 1949. Dette kan forekomme forbavsende på baggrund af den megen tale om en sanering af pengevæsenet og det store antal love, der blev gennemført for at skaffe midler til nedbringelse af reguleringskontoen og dermed bidrage til saneringen.

Man ser måske bedst, hvad årsagen til denne udvikling var af følgende oversigt over udviklingen i bankernes likviditet, jfr. tabel 20.1, side 322.

Forringelse af likviditet – Forbedring af likviditet +	1946-47	1948-49
	mill. kr.	mill. kr.
Statens gæld til nationalbanken	– 1.028	– 890
Valutastillingen	– 931	+ 271
Kassereserver	+ 1.293	+ 478
Andre poster	+ 377	+ 58
I alt	– 289	– 83

Der blev altså gjort noget – omend ikke meget – for at nedbringe banksystemets aktiver og passiver, men så snart det var gjort eller måske snarere sideløbende hermed, forøgedes bankernes frie reserver, således at en meget kraftig krediteksponering blev mulig.

Bag disse nettotal gemmer sig betydelige bruttobetalingen, der bl. a. fik den virkning, at reguleringskontoen blev nedbragt. I 1959, hvor den blev omdannet til en statsforskrivning, der dog stadig nedbringes, var den kommet helt ned på 2.800 mill. kr. Herved er der skabt en forestilling om, at der er blevet gjort en stor indsats.

Reguleringskontoen er blevet nedbragt ved en lang række forskelligartede indbetalinger, der er omtalt udførligt i nationalbankens årsberet-

ninger. Der er tale om formueafgifter, konfiskationsbeløb, stabiliseringslån, provenu af indenlandske statslån, provenu af udenlandske statslån og gavedel-
 ydelser i forbindelse med marshallhjælpen samt en lang række skatter og
 afgifter, jfr. følgende oversigt.

	mill. kr.
Saldo pr. 31. december 1945	7.611
Formueafgifter (herunder engangsskat og konfiskationer)	1.621
Provenu af indenlandske lån	500
Provenu af udenlandske lån	266
Marshallhjælp (inklusive renter og afdrag af udlån fra genopbygnings- fondene)	1.125
Direkte og indirekte skatter	1.137
Andet	162
I alt afskrevet	4.811
Saldo pr. 31. marts 1959	2.800

Hovedparten af afskrivningerne blev foretaget i perioden 1946-52, hvor
 kontoen blev bragt ned til ca. 3.300 mill. kr.

Der er næppe tvivl om, at den megen tale om tyskergælden på henved 8
 milliarder kr., der burde afvikles, har haft den politiske virkning, at det
 var lettere at gennemføre en forholdsvis stram finanspolitik med et over-
 skud på 10-15 pct. af drifts- og anlægsudgifterne i de fleste af de herom-
 handlede år¹⁾.

Man kan naturligvis spørge, hvad der ville være sket, hvis disse beløb
 ikke var blevet opkrævet og spærret – in casu ved indbetaling på regule-
 ringskontoen – og man samtidig havde fastholdt kassereservekravene og
 dermed hindret den stærke krediteksponering. En del af de indbetalte beløb
 ville være blevet brugt til at finansiere investeringer, hvorved trækket på
 bankerne ville være blevet formindsket. En del ville være blevet stående i
 obligationer eller som indskud, således at overførselen kun fik reel betyd-
 ning ved det mindre renteafkast til formueejerne. Det er næppe muligt at
 give et præcist svar, men det væsentlige er jo, at den private formuesam-
 mensætning blev ændret noget, hvilket næppe kan have haft nogen større
 realøkonomisk betydning – i særdeleshed ikke i en situation, hvor direkte
 reguleringer af investeringerne spillede så stor rolle.

De fra et pengepolitisk synspunkt vigtigste foranstaltninger var formue-
 afgifterne, pengerigelighedspapirerne og kassereservebestemmelserne.

¹⁾ Oversigter over statsfinansernes pengepolitiske virkninger findes i Det økonomiske Se-
 kretariat, Statsfinanserne i 1938-39 og årene efter krigen, København 1955, især tabel-
 lerne I og IV-VII.

Formueafgifter og pengeligehedspapirer

Ved lov af 12. juli 1946 gennemførtes en formuestigningsafgift og et stabiliseringslån. Tanken var, at personer og selskaber, der havde haft en særlig stor formuefremgang under besættelsen, skulle afgive en del af den, og at ejere af særlig store formuer i almindelighed skulle yde et lån (eventuelt omdannet til en afgift) i pengesanerungens tjeneste. Beløbene skulle betales i marts og juli 1947 og kunne erlægges i visse papirer, især børsnoterede obligationer og gældsbeviser. Det samlede provenu androg ca. 1 milliard kr., hvoraf stabiliseringslånet ca. 400 mill. kr.

Det var en vigtig bestemmelse, at betalingen i obligationer og gældsbeviser skulle ske efter den ultimo december 1945 gældende kurs. Dette måtte betyde, at kursniveauet ikke kunne ændre sig i perioden, indtil betalingen skulle ske.

Motiveringen for afgiften var bl. a., at den som anført af finansministeren (Thorkil Kristensen) „skulle bidrage til at holde igen på rentens nedgang; den skulle formindske faren for inflation, og den skulle endelig muliggøre en noget videregående ophævelse af restriktioner på erhvervslivet, end man ellers kan regne med“¹⁾. Oppositionens ordfører, socialdemokraten Buhl, mente ikke, at forslaget var tilstrækkelig vidtgående til at hindre et rentefald, og fremhævede i øvrigt, at det „er vor opfattelse, at erhvervslivet må være rigeligt forsynet med det pengebehov, som omsætningen kræver. Det er også vor opfattelse, at pengemængden må være så stor, at der fremdeles kan øves et vist tryk på renten. Det er ikke vor opfattelse, at vi endnu her har nået lavpunktet. Jeg deler for mit vedkommende ikke finansministerens bekymringer ved at komme til en noget lavere rente end den nuværende, selv om jeg ikke mener, at der skal være frit slag på dette område . . .“²⁾.

Det har været nævnt, at der lå en rentepolitisk deklaration i bestemmelsen om, at kurserne ved udgangen af 1945 skulle være gældende ved afregningen. På et spørgsmål herom fra den radikale ordfører (Bertel Dahlgaard) svarer finansministeren, at det er vanskeligt at give bindende tilsagn om renteniveauet flere år frem i tiden, og slutter med en ulden erklæring om, at renten „bør holdes på det nærmeste på dette niveau, i hvert fald indtil videre“³⁾.

I den økonomiske oversigt fra september 1946 udtrykkes der forventning om en stigning i renten, men dette kan neutraliseres ved at lade nogle af de korte statslån udløbe. Bekymring for de beskæftigelsesmæssige virkninger

¹⁾ Folketingstidende 1945/46, sp. 5588.

²⁾ Anf. st., sp. 5883.

³⁾ Anf. st., sp. 5944.

af en stigning i renten udtrykkes noget stærkere i supplementet til den økonomiske oversigt i december 1946.

Loven om de i afsnit 11 omtalte pengerigelighedspapirer – 10- og 5-årige statsobligationer, 2-årige statsgældsbeviser, 6 måneders skatkammerbeviser og statsspareobligationer – blev forlænget uændret i 1946, således at loven udløb med udgangen af 1947, jfr. nedenfor. Der var ved udgangen af 1946 tegnet for i alt 1.800 mill. kr. af disse korte papirer, hvoraf godt halvdelen i 10-årige obligationer.

Kassereservekravene lempes mod nationalbankens råd

Kassereserveloveene var blevet forlænget uændret både i juli 1945 og marts 1946, men i marts 1947 forelagde regeringen forslag om en væsentlig reduktion. I praksis var der tale om en halvering af bindingerne – altså en betragtelig lempelse.

Forelæggelsestalen er ualmindelig kortfattet. Det nævnes, at nationalbanken er af den opfattelse, at situationen endnu ikke gør det berettiget at lempe bestemmelserne. Banken kan ikke se bort fra, at forholdene i forbindelse med den finanspolitiske stramning kan udvikle sig således, at en lempelse bør gennemføres, men peger i denne forbindelse på de dispensationsbestemmelser, der findes i loven¹⁾. På den anden side er der fra bankernes side fremsat stærke ønsker om bortfald. Herefter siges: „Regeringen er efter nøje overvejelse kommet til det resultat, at forholdene stadig gør det nødvendigt at opretholde bindingsbestemmelser, men har ment at kunne iværksætte visse lempelser i de krav, som den gældende lov stiller . . .“²⁾. Kravene til bankerne anslås at blive reduceret fra ca. 2.270 mill. kr. til ca. 1.430 mill. kr. beregnet på basis af balancerne ved udgangen af 1946. Tilsvarende reduceres kravene til sparekasserne fra 262 mill. kr. til 131 mill. kr.³⁾.

Socialdemokraterne er skeptiske, men de konservative støtter varmt⁴⁾. Deres stilling begrundes bl. a. med bekymring for, at kassereserve regler kan benyttes til, at staten får mulighed for at dirigere bankernes långivning og ad den vej indirekte gennemføre en socialisering af bankerne.

Bortset fra disse synspunkter var der intet tilløb til en principiel debat om kassereserve regler som pengepolitisk instrument.

¹⁾ Nationalbankens skrivelse er aftrykt i årsberetningen for 1946, side 37-39.

²⁾ Folketingstidende 1946/47, sp. 2928.

³⁾ Alle satser blev stort set halveret. Lovene er aftrykt i nationalbankens årsberetning 1946, side 41-43.

⁴⁾ Aksel Møller tilføjer: „Jeg tror, den højtærede minister og jeg er enige om at kaste et længselsfuldt blik tilbage til den tid, da man ved hjælp af en enkelt diskontoforhøjelse kunne holde pengevæsenet på plads“. Anf. st., sp. 3075.

Efter lang tids stabilitet i renteniveauet – nationalbanken havde som en tilpasning i januar 1946 sænket diskontoen fra 4 til $3\frac{1}{2}$ pct. – begyndte kurserne på obligationer at falde i sommeren 1947, men i alt blev der dog kun tale om en stigning i den effektive rente på omkring $\frac{1}{2}$ pct., jfr. figur 20.1, side 328.

Nationalbankens udgifter til foranstaltninger til imødegåelse af penge-
rigeligheden (forrentning af opsigelseskonti og kassereservekonti) var blevet
dækket ved overførsel fra reserverne. Udviklingen i 1946 gik i samme ret-
ning, og man optog derfor forhandling med finansministeren om forrent-
ning af reguleringskontoen som middel til at skaffe banken et passende
overskud. Efter lange forhandlinger enedes man i september 1947 om en
sådan forrentning.

14. Marshallhjælp. Forsøg på at fastholde en lav rente 1948-50

Pres på valutalikviditeten

Konflikten med England om priserne på landbrugseksporten førte til afbrydelse af leverancer af smør og bacon til England fra 1. oktober 1947. Dette skærpede valutavanskelighederne, idet England ensidigt ophævede alle aftaler om nationalbankens adgang til at erhverve dollars mod sterling.

Siden befrielsen var der blevet optaget en varekredit i Sverige i 1945, ligesom den store gældsstiftelse til England i 1946 havde bidraget til at dække det almindelige betalingsbalanceunderskud.

Det specielle dollarproblem var blevet løst først ved et statslån på 20 mill. \$ i 1945 i den amerikanske Eximbank, dernæst ved aftaler med Bank of England om adgang til i begrænset omfang at omlægge sterling til dollar samt ved visse erstatningsbetalinger fra USA for tab af dansk ejendom (skibe) under krigen. Endelig må nævnes, at det efter næsten et års forhandlinger lykkedes at opnå et lån på 40 mill. \$ i Interbank („Verdensbanken“) i august 1947. Udbetalingerne blev dog strakt over ca. halvandet år.

Nu var disse kilder tørret ud, og ved opgørelsen af nationalbankens dollarreserve den 23. oktober 1947 var der kun knap 7 mill. kr., så man måtte forudse en betalingsstandsning. Det blev derfor i en skrivelse til den kgl. bankkommissær fremhævet, at det både af hensyn til den meget vanskelige dollarsituation og til den ugunstige valutastilling i almindelighed var nødvendigt at træffe indgribende foranstaltninger.

På det valutariske område klarede man sig i første omgang med at trække på Den internationale Valutafond. Det første træk på 3,4 mill. \$ skete den 29. oktober 1947 (det var dog besluttet allerede i begyndelsen af måneden) og begrundedes med de lange frost- og tørkeperioder i 1947. Planer om et nyt træk i begyndelsen af november blev ikke gennemført, men i marts 1948 blev der trukket et beløb af samme størrelse, hvilket gentog sig i april.

Allerede i efteråret 1947 deltog Danmark imidlertid i forhandlingerne om marshallhjælpen¹⁾, som i de følgende år skulle komme til at spille en

¹⁾ Initiativet var fremkommet ved den amerikanske udenrigsminister George C. Marshalls tale på Harvard University den 5. juni 1947.

stor rolle for den vesteuropæiske aktivitetspolitik og for liberaliseringsbestræbelserne. Her i landet kom den tillige til at spille en betydelig rolle for pengepolitikken.

En optimistisk vurdering ville derfor hæfte sig ved udsigterne til en dollarhjælp, mens en mere forsigtig vurdering ville pege på de akutte valutaproblemer.

Den nye regerings pengepolitiske målsætning

Den socialdemokratiske Hedtoft-regering blev dannet den 13. november 1947, og allerede i december forelå en økonomisk oversigt, som er bemærkelsesværdig ved sine skarpe pengepolitiske synspunkter.

Lavrentedoktrinen var fremherskende i hvert tilfælde i den angelsaksiske verden og i de skandinaviske lande, og den fik her en overordentlig håndfast udformning.

Der peges på, at de hidtidige bestræbelser på at sanere pengevæsenet har samlet sig om at nedbringe statens reguleringskonto. „Det er dog et spørgsmål, om man fortsat kan anse dette for et hovedformål for de pengepolitiske bestræbelser, eller om man ikke ved inflationsbekæmpelsen bør lægge hovedvægten på andre punkter, idet der ... ikke hidtil er sket nogen væsentlig reduktion af det inflationistiske pres“¹⁾.

Det kritiseres, at man hverken er gået konsekvent eller beslutsomt til værks med de pengepolitiske midler, „hvis virkning på indkomstdannelsen og på opsparingen formentlig har været ret ringe, mens de foranstaltninger, som er mest effektive i inflationsbekæmpelse, specielt overbalancering af statsbudgettet, ikke har været anvendt i større udstrækning“²⁾.

Renten tillægges ikke betydning for opsparingen og næppe heller for investeringernes samlede omfang, især ikke når disse er begrænset af tilgangen på råvarer og arbejdskraft. En højere rente ville nærmest have skadelig virkning på investeringernes sammensætning, idet „en del særdeles ønskelige investeringer vil blive skubbet til side af de mindre ønskelige, såfremt renten sættes i vejret, fordi renten virker ret stærkt hæmmende på boligbyggeriet, mens visse luksusprægede erhverv afkaster så store fortjenester, at udvidelser eller nyinvesteringer kan foretages, selv om lånerenten var høj“³⁾. I stedet må man foretrække direkte investeringskontrol, regulering af materialeanvendelsen samt direkte indgreb over for indkomstrigigheden.

Man går imod pengeopsugningen – bl. a. pengerigelighedspapirerne – fordi den ikke er benyttet konsekvent til at hindre de private bankers

¹⁾ Det økonomiske Sekretariat, Økonomisk oversigt, december 1947, I B, side 2.

²⁾ Anf. skr., I B, side 7 og I B, side 8.

³⁾ Anf. skr., I B, side 10.

mulighed for fri kreditgivning. „Da bankerne som følge af deres ekstraordinært store kasser og kassereserver har været i stand til at imødekomme omsætningens og borgernes behov for kasse, er opsagningsforanstaltningernes virkning fuldstændigt blevet neutraliseret, og der har endda herudover været mulighed for en udvidelse i mængden af penge- og indlånsmidler“¹⁾.

Herefter gennemgås mulighederne for at påvirke kreditgivningens retning ved kassebindingsregler og opsagningsforanstaltninger. Det nævnes, at „kassebindingsreglerne efter lovændringen fra 1. april har været uden praktisk betydning, og man kan således konstatere, at de blev sat ud af kraft netop på det tidspunkt, hvor de kunne have fået central betydning“²⁾, og der slutes af med, at en „kreditstramning vil derfor kun være tilrådelig, hvis den kombineres med en egentlig kreditkontrol eller kreditrationering“³⁾.

Tankegangen er altså, at inflationen kan styres ved finanspolitikens indkomstvirkning, og investeringernes omfang og sammensætning kan styres ved direkte reguleringer, mens likviditeten er af ret underordnet betydning. Det afgørende for likviditetspolitikken „er derfor først og fremmest et spørgsmål om, ved hvilken højde man ønsker renteniveauet lagt; og *forholdsregler til ændring af pengemængden må derfor bedømmes ud fra deres virkninger på renten*“⁴⁾.

Der var her fremsat et ønske om en væsentlig ændring af indholdet i den økonomiske politik. Der skulle som nævnt side 254 lægges mere vægt på planlægning og samordning og mindre på den tidligere så hedt diskuterede pengesanerung.

Dette ønske stødte på forhindringer både fra den almindelige tendens til liberalisering og overgang til markedsøkonomi og fra normaliseringen af pengeforholdene derved, at de nominelle indkomster og udgifter var steget stærkt. Herved kom der gradvis et pres i opadgående retning på renten, som regeringens økonomiske oversigter frem til 1950 kritiserede i stadig skarpere vendinger med den motivering, at rentestigningen var udtryk for, at likviditeten var for lille til at finansiere de ønskede investeringer.

Forsøg på stramning af pengepolitikken i vinteren 1947-48

Nationalbanken havde i marts 1947 ophævet adgangen for pengeinstitutterne til at foretage indskud på forrentede 6 måneders konti i nationalbanken. Det var den første af de særlige pengerigelighedsforanstaltninger, der blev ophævet, og begrundelsen var, at de indestående beløb, der i 1945 havde

¹⁾ Anf. skr., I B, side 36.

²⁾ Anf. skr., I B, side 44.

³⁾ Anf. skr., I B, side 45.

⁴⁾ Anf. skr., III, side 2.

været oppe på ca. 950 mill. kr., i marts 1947 kun udgjorde ca. 80 mill. kr., jfr. bilagstabel VIII. Man skulle jo også vente, at det var den første skanse, der faldt.

I juni 1947 fik banker og sparekasser adgang til at tegne 5-årige statsobligationer¹⁾, hvor vilkårene var særlig fordelagtige, og dette bevirkede, at tegningen af de 10-årige statsobligationer gik i stå hen på sommeren.

Loven om de korte statspapirer udløb ved udgangen af 1947, og ved forhandlingerne om forlængelse gik nationalbanken med til at ophæve adgangen til at tegne 6 måneders skatkammerbeviser, men gik i en udtalelse stærkt ind for, at renten skulle forhøjes på de øvrige papirer, da salget ellers ville gå i stå. Regeringen gennemførte ved lov af 22. december 1947 en mindre forhøjelse af renten på de 10-årige og 2-årige papirer; men forhøjelsen var så beskeden, at tegningen af papirerne blev ganske ubetydelig i 1948.

Udformningen af denne beslutning forløb dog på en noget ejendommelig måde.

Ved forelæggelsen den 13. december 1947 udtalte finansministeren (H. C. Hansen), at han ikke ville foreslå ændringer i tegningsvilkårene. Det gjorde ikke noget, at der for tiden ikke blev tegnet ret meget – „... formålet med ordningen er jo også hovedsageligt, at den skal virke som en regulator, således at den træder i funktion, når renten på kortfristede pengemidler kommer under en vis grænse. Om dette sker igen, er måske usikkert, men det forekommer mig rigtigst at have rammerne i orden ...“²⁾. Venstres ordfører (Himmelstrup) erklærede, at når der var tale om indfrielse af store beløb „... uden at nytægning kan finde sted, så anser vi det for at være et inflatorisk træk i den pengepolitiske situation, som man må se at afbøde“³⁾. Han ønsker, at seddelbanken skal høres i spørgsmålet om tegningsvilkårene, selv om: „Jeg ved godt, at det ikke er seddelbanken, der for tiden leder eller har ansvaret for den pengepolitik, der føres ...“⁴⁾. Dette siges under 1. behandling den 17. december, og nationalbankens udtalelse, som man altså i nogen grad fulgte, er dateret den 18. december.

Lillejuleaftensdag den 23. december 1947 udsender nationalbanken et brev til samtlige banker og sparekasser.

Det begynder på følgende måde:

„Det er i den sidste tid blevet stadig tydeligere, at de økonomiske forhold her i landet er kommet ind i en inflationspræget udvikling. Såvel indkom-

¹⁾ Banker og sparekasser havde som nævnt side 246 og side 248 hidtil haft adgang til at tegne 6 måneders skatkammerbeviser og 10-årige statsobligationer, men ikke 2-årige statsgældsbeviser og 5-årige statsobligationer.

²⁾ Folketingstidende 1947/48, sp. 637.

³⁾ Anf. st., sp. 920-21.

⁴⁾ Anf. st., sp. 921.

ster som priser viser fortsat tendens til opgang, og der er ikke tilstrækkelige økonomiske kræfter, som virker i modsat retning“.

Det er jo næsten en krigserklæring.

Man fortsætter med at ytre betænkelighed ved den kraftige udlånsstigning og erklærer, at „selv om det er forståeligt, at bankerne fra et forretningssynspunkt gerne ser deres udlån vokse, må nationalbanken dog i samfundets interesse indtrængende opfordre bankerne til at vise stor tilbageholdenhed med nye udlån, der kun kan bidrage til at forstærke den igangværende inflationsbevægelse“¹⁾.

I januar 1948 kommer spørgsmålet om forlængelse af kassereserve-lovene frem. Nationalbanken anmodes om en udtalelse og går ind for en væsentlig skærpelse af kravene på ca. 50 pct., hvorved de dog er mildere end før 1. april 1947.

Handelsministeren (Krag) forelægger den 15. marts forslag om uændret forlængelse til udgangen af 1948, men begrundet omhyggeligt forskellen fra nationalbankens standpunkt med, at man agter at fortsætte pengeopsugningen i 1948 ved store indbetalinger på reguleringskontoen, bl. a. af provenuet af lånet fra verdensbanken, hvilket oppositionen noterer sig med tilfredshed²⁾.

I marts søger nationalbanken at overtale finansministeren til at indbetale provenuet af et præmieobligationslån på reguleringskontoen, men opnår kun, at det indsættes på en særkonto i nationalbanken.

Endelig erklærer Bramsnæs på provinsbankernes generalforsamling den 27. maj 1948, at bankerne ikke i en så pengelig tid vil kunne belåne obligationer i nationalbanken. Hvis de sælger obligationer for at skaffe sig likviditet, vil det formentlig få indflydelse på obligationskurserne. „Om det er ondt eller godt, kan der vel være delte meninger om. Jeg skal ikke udtale mig om dette spørgsmål, men jeg kan sige, at heller ikke på det punkt kan man regne med nationalbanken. Nationalbanken vil ikke holde kursniveauet oppe. Hvis der kommer et udbud af obligationer, agter nationalbanken ikke at sætte nye penge i omløb ved at købe obligationer for at holde kursen oppe“³⁾. Det var rene ord for pengene, og virkningen udeblev heller ikke.

I årsberetningen for 1948 hedder det på linie hermed, at erhvervslivet havde vænnet sig til i en årrække „at arbejde under den forudsætning, at

¹⁾ Nationalbankens årsberetning 1947, side 32.

²⁾ Aksel Larsen undlader dog ikke at fremhæve, at regeringen i foråret 1947, da den var i opposition, under påberåbelse af nationalbankens synspunkter gik imod en lempelse, mens den nu viderefører lempelsen imod nationalbankens opfattelse, Folketingstidende 1947/48, sp. 3279-80.

³⁾ Beretning om generalforsamlingerne i De Danske Provinsbankers Forening og De Danske Provinsbankers Pensionskasse 1948, side 56.

pengemidlernes mængde var ubegrænset, og man havde glemt den normale tilstand, at finansieringen var et selvstændigt problem¹⁾).

Nationalbanken lagde sig kraftigt i selen for at sikre, at provenuet af marshallhjælpen direkte skulle gå ind på reguleringskontoen for at hindre, at det blev brugt til andre formål. Det lykkedes ikke at få en sådan automatisk bestemmelse, men man opnåede, at der i overenskomsten mellem Danmark og USA udtrykkelig kom til at stå, at provenuet kunne anvendes til „effektiv indfrielse af den danske statsgæld, herunder især til Danmarks Nationalbank eller andre pengeinstitutter“²⁾).

Det er åbenbart, at der i denne periode er forskel i vurderingen mellem især finansministeren og nationalbanken, men der er på ingen måde tale om modsat rettet politik. Pengesaneringsideologien tilgodeses ved forlængelse af kassereserveoven, sterilisering af interbanklånet og bestemmelserne om marshallprovenuet. Lavrenteideologien viser sig ikke med rigtig styrke. I det følgende afsnit vil det ses, hvor svag den var.

Omslag i efteråret 1948

Den stærke stigning i aktiviteten i bygge- og anlægsgangene i 1947 og forringelsen af betalingsbalancen lå bag forsøget på at stramme pengepolitikken i slutningen af 1947 og begyndelsen af 1948. Udviklingen kom for så vidt til at følge hensigten, som aktiviteten i bygge- og anlægsgangene gik noget ned i 1948. Ledigheden steg svagt, og betalingsbalancen forbedredes om end ikke meget. Forbedringen hang bl. a. sammen med de højere priser på landbrugseksporten til England. Bankernes udlån steg med samme beløb i 1948 som i 1947, jfr. tabel 20.1, side 322.

Den almindelige vurdering frem til sommeren 1948 var, som det hedder i den økonomiske oversigt fra Det økonomiske Sekretariat, at der var tale om en inflationspræget højkonjunktur, og man stiller sig ikke så afvisende til en renteforhøjelse som et halvt år tidligere.

Den rentestigning, der kom, virkede dog forskrækkende.

I marts 1948 forfaldt for ca. 100 mill. kr. korte statspapirer, der ikke blev fornyet, og i september gentog det sig med ca. 175 mill. kr. Samtidig var finansministeriets foliokonto i nationalbanken gået ned til ca. 70 mill. kr., hvorfor Bramsnæs henvendte sig til regeringen og anbefalede, at der blev optaget et langfristet statslån på 100 mill. kr. med hjemmel i loven af 9. juni 1948 om indkøb til beredskabslagre.

Man enedes om et 30-årigt lån til en effektiv rente på ca. 4 $\frac{1}{4}$ pct. Det blev udbudt 15.-17. september, og der blev kun afsat for 48 mill. kr.

Det var en fiasko, men værre var det, at der den 16. september indtrådte

¹⁾ Nationalbankens årsberetning 1948, side 7.

²⁾ Anf. skr., side 5.

et væsentligt kursfald på børsen. I de næste tre uger faldt visse serier 4-5 points svarende til en stigning i den effektive rente på omkring en halv procent, jfr. figur 20.1, side 328. Det angives i nationalbanken, at kursfaldet var fremkaldt af et større udbud fra en af hovedbankerne, der havde fået store salgsordrer fra provinsen.

Et så stærkt kursfald på så kort tid må i væsentlig grad være påvirket af ændrede forventninger, og den åbenbare forklaring er nok, at man med statslånet og Bramsnæs' udtalelser kunne se, at lavrentedoktrinen ikke var stærk nok. En lignende reaktion - dog med et andet resultat - kan konstateres i 1953, jfr. side 284 f.

Nationalbanken støttede markedet i behersket omfang, men regeringen blev alarmeret over udviklingen. Den 25. september blev nationalbankens vicedirektør (Svend Nielsen) kaldt over til finansministeren - Bramsnæs var bortrejst. Regeringen var bange for, at rentestigningen skulle true beskæftigelsen og ville lægge hårdt pres på nationalbanken for at få den til at holde kursniveauet. Svend Nielsen svarede, at man først måtte afskaffe overbeskæftigelsen, før man blev nervøs for arbejdsløshed, og at erfaringen fra konverteringen i 1930'erne og fra andre lande i disse år viste, at man ikke kunne holde et bestemt kursniveau, medmindre der blev sat meget store beløb ind. I begyndelsen af oktober forhandlede finansministeren, handelsministeren og økonomiministeren med nationalbankens direktion. Finansministeren ønskede, at nationalbanken skulle udsende en erklæring, der tilbagekaldte Bramsnæs' udtalelser på provinsbankmødet om, at obligationer ikke kunne belånes i nationalbanken. Ligeledes ønskede regeringen en stærkere støtte til obligationsmarkedet. Hvis markedet ikke kunne holdes, måtte kassereserveloven ophæves.

Fra nationalbankens side blev det understreget, at der ikke havde været henvendelser om belåning eller om dispensation fra kassereservebestemmelserne. Bankernes likviditet var stadig unormal stor. Man kunne ikke udsende en erklæring med det ønskede indhold, men banken kunne godt støtte markedet i lidt større omfang end hidtil.

Kursfaldet fortsatte til årets udgang.

Fra efteråret 1948 går det dog slag i slag med lempelser.

Nationalbanken er enig med finansministeren i, at loven om pengerigelighedspapirerne ikke forlænges (bortset fra spareobligationerne). Loven udløber ved udgangen af 1948.

Under de interne forhandlinger om eventuel forlængelse af kassereservelovene har regeringen fremført, at der har været enkelte tilfælde, hvor der har været vanskeligheder ved at opnå byggelån i bankerne. Dette foranlediger nationalbanken til at meddele regeringen, at den i særlige tilfælde ville finansiere sådanne lån ved genbelåning af byggelån.

Det skulle vise sig, at bankerne herved i de kommende år fik en likvidi-

tetsreserve, der i og for sig kunne være lige så god som muligheden for at belåne obligationer. Realiteten var altså en tilbagekaldelse af provinsbankerklæringen.

Debatten om kasserereserve-lovene kom dog ikke til at gå stille af.

Nationalbanken havde på forhånd fået lejlighed til at udtale sig og havde som sædvanlig indtaget det standpunkt, at dispensationsbestemmelserne var tilstrækkelige. Disse gik, som tidligere anført, ud på, at handelsministeren efter indstilling fra nationalbanken kunne lempe. Initiativet lå altså hos nationalbanken, jfr. handelsministerens udtalelse ved forelægelsen i 1942 side 246.

Banken erklærer i sin skrivelse af 26. november, at den er enig i, at spørgsmålet om en lempelse tages op nu på baggrund af den megen uro om likviditeten, og at den ikke vil udtale sig imod den påtænkte halvering af kasserereservekravene under forudsætning af, at loven får gyldighed for hele 1949. Samtidig rettes en indtrængende henstilling om, at der allerede nu træffes bestemmelse om anvendelse af marshallhjælpens kroneprovenu til afskrivning på reguleringskontoen. Det virker næsten, som om banken til gengæld for sin støtte havde fået tilsagn om, at provenuet af marshallhjælpen skulle anvendes mer eller mindre til nedbringelse af reguleringskontoen.

Handelsministeren (Krag) nævner udtrykkelig i sin forelæggelsestale, at forslaget har nationalbankens tilslutning bortset fra, at regeringen kun ønsker, at loven skal gælde for et halvt år¹⁾.

Nu gør de konservative omkring. Aksel Møller hævder, „at en sådan lempelse af pengebindingen [vil] virke som et tilbageskud fra de positioner, som pengesaneringspolitikken allerede med så store ofre for den danske befolkning har erobret“²⁾. Han er klar over, at en kreditbegrænsning vil fremkalde en rentestigning, men den er nødvendig, hvis man vil bekæmpe inflationen.

Heroverfor fremhæver handelsministeren, at opsigningen via marshallhjælpen vil blive så betydelig, at det vil gå ud over investeringerne, hvis man ikke lempet kasserereservebestemmelserne.

Under udvalgsbehandlingen enedes et flertal om at lade loven gælde for hele 1949, men indførte en bestemmelse om, at den kan ophæves ved kgl. anordning efter forudgående forhandling mellem handelsministeren og rigsdagens finansudvalg. I betænkningen er indføjet, at regeringen kun i henhold til lov vil disponere over marshallhjælpens kroneprovenu, og at der hvert år skal optages forhandling om afskrivning på reguleringskontoen. Dette blev stærkt støttet af Bramsnæs, som kom til stede i udvalget.

Den radikale ordfører (Bertel Dahlgaard) fremhæver, at ordningen be-

¹⁾ Folketingstidende 1948/49, sp. 1558.

²⁾ Anf. st., sp. 1690.

tyder, „at regering og rigsdag i forening nøje skal følge den kommende tids pengepolitiske udvikling, således at der gives anledning til at træffe de eventuelle nye beslutninger, som udviklingen måtte tilsige ønskeligheden af. Ved siden af regeringens dispositionsret med hensyn til pengebindingen er der givet regeringen et initiativ og sikret rigsdagen retten til den endelige afgørelse“¹⁾).

Konjunktursvækkelse. Sterlingdevaluering. Kasserereservereglerne ophæves

I 1949 kunne man for første gang mærke et aftagende efterspørgselspres i den internationale økonomi. Samtidig havde vort bytteforhold udviklet sig gunstigt, således at der var udsigt til en væsentlig forbedring af betalingsbalancen. Valutareserverne forøgedes faktisk, fordi marshallhjælpen var større end underskuddet på de løbende poster og de øvrige kapitalposter. Arbejdsløsheden var noget højere end i 1948.

Rigsdagen vedtog på denne baggrund en lempelse af indkomstbeskatningen i foråret 1949 med ca. 8 pct., og det hedder i nationalbudgettet: „Såfremt likviditeten strammes fremover, vil dette vanskeliggøre gennemførelsen af investeringsprogrammet. I så fald må det derfor anses for nødvendigt at søge likviditeten forøget på anden måde. Dette vil f. eks. kunne ske gennem en forøgelse af statens og nationalbankens udlån, ved køb af værdipapirer eller ved ophævelse af kassebindingsreglerne“²⁾).

Der regnes med en forøgelse af nationalbankens udlån som følge af tilsagnet om at ville rediskontere byggelån, ligesom man havde planer om at anvende en del af marshallhjælpens kroneprovenu via genopbygningsfonde til statsudlån til erhvervslivet.

Som nævnt i foregående afsnit var de fra et pengepolitisk synspunkt vigtigste afgørelser – anvendelse af marshallhjælpens kroneprovenu og kasserereservereglerne – blevet kædet sammen i betænkningen fra det udvalg, der anbefalede en forlængelse af kasserereserveoven indtil udgangen af 1949.

I den anledning førte Bramsnæs i forsommeren forhandlinger med ministerudvalget for økonomi og forsyning. Principielt ønskede han, at hele provenuet blev afskrevet på reguleringskontoen, mens regeringen arbejdede med planer om at reservere 100 mill. kr. til genopbygningsformål. Bramsnæs bragte kasserereservebestemmelserne på bane. Regeringen erklærede, at den, så længe der ikke skete en væsentlig nedgang i bankernes kassebeholdninger, ikke havde til hensigt at tage initiativet til en ophævelse af de indtil årets udgang gældende kasserereservebestemmelser. I denne formulering

¹⁾ Anf. st., sp. 2024.

²⁾ Danmarks nationalbudget for året 1949, side 83.

ring ligger der, så vidt man kan se, ikke noget tilsagn om at forlænge loven, hvis likviditeten stadig var rigelig i efteråret 1949.

Da der ville blive et betydeligt beløb til afskrivning på reguleringskontoen, kunne nationalbanken give tilslutning – „under hensyntagen til de i øjeblikket foreliggende økonomiske og finansielle forhold“ – til regeringens forslag¹⁾.

Disse spørgsmål blev dog midlertidigt overskygget af den store valutakurstilpasning mellem Vesteuropa og USA, som havde været ventet i nogen tid. Den blev dog større, end de fleste havde regnet med.

Det må have været bittert for Bramsnæs, der gik af som nationalbankdirektør ved udgangen af oktober 1949, at en af hans sidste embedshandlinger skulle være at gennemføre en devaluering af kronen i følgeskab med den engelske devaluering den 18. september på ca. 30 pct. over for dollar.

Bramsnæs fik beskeden i Washington om fredagen den 16. september, hvorfor han ikke kom til at deltage i de danske forhandlinger. I realiteten var der tale om en rutinesag, idet regering og nationalbank uden diskussion var enige om, at sterlingdevalueringen måtte følges fuldt ud så meget mere, som en lang række lande – heriblandt de andre skandinaviske – fulgte med. Derimod var der nogen diskussion om indholdet af den skrivelse, som regeringen ønskede, at nationalbanken skulle afgive som støtte for beslutningen²⁾.

Den 1. november trådte Koed til som kgl. udnævnt direktør og dermed formand for direktionen i nationalbanken. Regeringen havde allerede ved trontalen i oktober tilkendegivet, at den agtede „at sikre en tilstrækkelig likviditet, således at renten kan holdes på et rimeligt niveau. Ud fra dette må statens lånepolitik bestemmes. Ministeriet må fortsat lægge vægt på, at forslaget om genopbygningsfonden ... ophøjes til lov. Tillægslovene til sparekasseloven og bankloven vedrørende kassebindingsreglerne, som udløber til nytår, vil ikke blive søgt forlænget“³⁾.

I en økonomisk oversigt, der er foranlediget af devalueringen og udarbejdet før trontalen, lægges der megen vægt på devalueringens gunstige virkninger på aktiviteten i Vesteuropa, således at tendenserne til stagnation forventes afløst af ekspansion, hvorimod der ikke gøres noget stort nummer ud af bytteforholdsforringelsen, der skulle komme til at spille så stor rolle for vurderingen af udviklingen i 1950'erne.

Under finanslovdebatten fastholder regeringen, at kassereservelovene

¹⁾ Nationalbankens årsberetning 1949, side 29. I skrivelsen af 3. juni 1949 er der udtrykkelig henvist til kassereserveloven.

²⁾ Nationalbankens årsberetning 1949, side 28. Man måtte igennem flere versioner, idet økonomiminister Buhl ikke var glad for bemærkninger om, at omkostningsniveauet ikke måtte stige.

³⁾ Folketingstidende 1949/50, side XI.

ikke skal forlænges, hvilket får de konservative (Aksel Møller) til i begyndelsen af december at fremsætte lovforslag om forlængelse af kassereserve-lovene med den motivering, at devalueringen vil virke ekspansivt, og at „det, der vil ske ved en forøgelse af likviditeten ... [er], at der vil opstå et pres på lønninger og priser, og dette pres kan kun bidrage til en nedsættelse af produktiviteten, til nye sortbørs-lønninger, nye økonomiske vanskeligheder“¹⁾.

Handelsministeren (Krag) svarer bl. a., at bytteforholdsforringelsen vil tendere mod at forringe betalingsbalancen, således at bankernes likviditet vil gå ned, hvilket kunne føre til en rentestigning, som regeringen ikke anser for hensigtsmæssig.

Aksel Møller står ene med sin advarsel om virkningen af de for stærke ekspansive kræfter. End ikke venstre vil støtte, men afviser bl. a. med den motivering, at forslaget er fremsat for tæt på juleferien.

Der nedsættes ikke noget udvalg om lovforslaget, men under 3. behandling spørger Aksel Møller, om nationalbanken er blevet hørt om likviditetsspørgsmålet, hvilket handelsministeren må besvare benægtende, da der ikke har været udvalgsbehandling. Han mener dog at kunne oplyse, at „nationalbankdirektør Koed ... mente ... ganske som jeg tror, alle ærede ordførere her har gjort det, og ganske som jeg selv gjorde det, at likviditeten er god“²⁾. Handelsministeren tilføjer senere i debatten, at nationalbanken ikke på nogen måde har ytret ønske om at opretholde kassereservebestemmelserne. Der er ikke i nationalbanken materiale, der tyder på, at man har overvejet en henvendelse.

Lovforslaget blev forkastet som næstsidste punkt på dagsordenen før juleferien.

Ekspansion og valutatab. Diskontoforhøjelser og ophævelse af genbelåning af byggelån

Det blev i vinterens løb klart, dels at bytteforholdsforringelsen som følge af Koreakrigen og den deraf følgende hamstring af råvarer ville blive en større belastning end måske først antaget, dels at den hjemlige ekspansion ville blive stærkere, end man havde forudset, uanset at renteniveauet i begyndelsen af 1950 var faldende. Arbejdsløshedsprocenten var dog større end i 1948, men mindre end i 1949.

¹⁾ Anf. st., sp. 1423.

²⁾ Anf. st., sp. 1801. Handelsministeren begår den fejl at referere fra nationalbankens repræsentantskabsmøde. Han dækker dog over det, og Aksel Møller tager ikke dette spørgsmål op.

Det nationalbudget, der var afsluttet den 21. marts 1950, indeholder en række udtalelser, der taget hver for sig kan føre til ret forskellige standpunkter. Der er dog en indre sammenhæng.

Man ønsker først og fremmest at opretholde investeringsomfanget. Det siges på linie med de tidligere års filosofi, at det „vil være nødvendigt at drage omsorg for, at de investeringer, der er materialer og arbejdskraft til at gennemføre, ikke hæmmes af finansieringsvanskeligheder, og ministeriet vil derfor modvirke eventuelle tendenser til rentestigning“¹⁾.

Samtidig erklæres det, at betalingsbalancen godt kan blive forringet mere, end man har regnet med, især på grund af bytteforholdsforringelsen. Det kan derfor blive nødvendigt, at der hurtigt træffes foranstaltninger til at rette betalingsbalancen op. Man fraråder „en generel overbalancering af de offentlige finanser eller en renteforhøjelse“²⁾. Importreguleringen kan ikke strammes på grund af de internationale forpligtelser, hvorfor man ender med at anbefale direkte reguleringer af det indenlandske forbrug af valutakrævende varer eller af eksportvarer. Altså en skærpelse af de restriktioner man tidligere gradvis havde lempet.

Det var der ikke politisk dækning for.

Den 16. marts havde nationalbanken haft repræsentantskabsmøde, hvor Koed i en efter mødet offentliggjort udtalelse (årsberetningen) havde erklæret: „Samtidig . . . bør det ved finanspolitiske midler tilstræbes, at efterspørgselen efter udenlandske varer såvel som efter de herhjemme fremstillede, som kan afsættes i udlandet, bliver holdt inden for de grænser, som hensynet til opretholdelsen af ligevægten på betalingsbalancen tilsiger“³⁾.

Trods disse vurderinger indgik de fire gamle partier den 25. marts et finans- og kreditpolitisk forlig, der nærmest gik i modsat retning. Personskatter for personer med under 20.000 kr. i skattepligtig årsindkomst lempedes. Til gengæld ophævedes en række tilskudsordninger for varer. Prismekanismen blev således på en række områder genskabt, men nettovirkningen på forbruget blev neutral på grund af kompensationerne.

Baggrunden for det kreditpolitiske forlig var, at staten i løbet af 1949 for første gang i en årrække havde overtrukket sin foliokonto i nationalbanken. Der var nok fortsat overskud på drifts- og anlægsbudgettet, men udlånene til boligbyggeriet begyndte at stige stærkt. Koed havde i flere samtaler henstillet til finansministeren, at der blev optaget et statslån til afløsning af overtrukket. Finansministeren var af gode grunde ikke særlig lydhør med efteråret 1948 i erindring.

Finansministeriet havde den 20. marts anmodet nationalbanken om at

¹⁾ Danmarks nationalbudget for året 1950, side 49.

²⁾ Anf. skr., side 89.

³⁾ Nationalbankens årsberetning 1949, side 24.

medvirke ved konvertering af restgælden af et gammelt indenlandsk statslån, hvilket banken benyttede til i en svarskrivelse af 22. marts at fremhæve betydningen af at optage et større statslån for at undgå den inflatoriske virkning af forøgede overtræk.

Det kreditpolitiske forlig gik ud på, at staten skulle optage obligationslån (eksklusive konverteringer) på 200 mill. kr., og samtidig skulle 200 mill. kr. af marshallhjælpens kroneprovenu udlånes til erhvervsformål som statslån. På længere sigt var altså også den pengepolitiske virkning neutral. Det ville dog tage nogen tid, inden udlånene blev effektueret. Renten var lavere end markedsrenten.

Fra regeringsside blev det indrømmet, at der burde foretages en finanspolitisk stramning, men man besluttede alligevel at se tiden an, og rigsdagen blev sendt på sommerferie.

På provinsbankernes årsmøde den 23. maj udtrykte Koed tilfredshed med, at statsministeren og handelsministeren nogle dage før havde udtalt sig på linie med nationalbanken om den økonomiske situation. „Det er blot et spørgsmål, om det er heldigt at ville afvente udviklingen endnu i nogle måneder, inden der eventuelt gribes ind“¹⁾. Udtalelsen vakte opsigt – endnu mere fordi den blev gentaget på sparekasseforeningens årsmøde den 2. juni.

Valutastillingen forringedes i hastigt tempo, og der opstod offentlig diskussion om en devaluering af kronen.

På repræsentantskabsmødet i nationalbanken den 31. maj opfordrede et af medlemmerne (Thalbitzer) direktionen til at forhøje diskontoen for at markere, hvor alvorlig situationen var. Koed afviste med henvisning til, at banken ikke havde større magt over pengevæsenet (bankerne ville måske ikke følge med), og at kreditpolitikken var et middel, der virkede totalt og ikke skelnede mellem godt og dårligt, medmindre man gik til en virkelig kreditrationering. En stramning af kreditpolitikken ville skabe arbejdsløshed, hvis man virkelig skulle forbedre betalingsbalancen. Han henviste til udtalelserne fra marts om finanspolitikken. Den kunne anvendes mere smidigt end kreditpolitikken.

Fra diskussionsdeltagerne kom nu en massiv støtte til tanken om at forhøje diskontoen, da det, der trængtes til, var, „at nationalbanken, som havde et ansvar, og at regering og rigsdag, der ligeledes havde et ansvar, blev rusket op“ (Hauch), ellers ville forventningen om en devaluering brede sig stærkt. Den radikale Bertel Dahlgaard var dog forsigtig, men ikke afvisende.

Koed søgte nu forgæves at fremskynde finanspolitiske indgreb. På et

¹⁾ Børsen den 24. maj 1950.

møde med Buhl og H. C. Hansen den 3. juni erklærede disse, at der ikke kunne gennemføres finanspolitiske foranstaltninger før til efteråret.

På et bestyrelsesmøde i nationalbanken den 21. juni pressede Hauch igen stærkt for en diskontoforhøjelse, idet han særlig understregede, at det ville øve indflydelse på regeringens villighed til at stramme finanspolitikken. Koed var stadig skeptisk.

Den 26. juni drøftes situationen i et direktionsmøde i nationalbanken. Der er udefra et stærkt pres for en diskontoforhøjelse – den konservative Aksel Møller havde offentligt krævet det – og Koed foreslår, at man forhandler med regeringen om, hvordan den vil stille sig til en forhøjelse. Han udtaler, „vi bør ikke have to centre, der bestemmer den økonomiske politik“. Der er ikke fuld enighed. Det hævdes, at „de to centre må fås til at arbejde sammen“.

Det vedtages, at Koed søger forhandling med økonomiministeren.

Regeringen behandler sagen og henstiller, at banken venter med en diskontoforhøjelse til august. Så vil man lave et fælles program. Det vil så virke som et stort knald, siger en minister.

Der fulgte nu et nyt møde den 30. juni, hvor regeringsrepræsentanter (bl. a. finansministeren) atter principalt ønskede en udskydelse, men subsidiært at offentliggørelsen blev udsat nogle dage, til den anspændte internationale situation omkring krigsudbruddet i Korea var afklaret.

Direktionen valgte herefter at forhøje diskontoen fra $3\frac{1}{2}$ pct. til $4\frac{1}{2}$ pct., men vente med at lade forhøjelsen træde i kraft til den 4. juli. Koed har næppe været henrykt for denne beslutning, uanset at den fremtræder som enstemmig.

Diskontoforhøjelsen blev præsenteret som en ajourføring, og på finansministerens indtrængende henstilling støttede banken obligationsmarkedet, så der kun kom ganske små udsving. Derimod forhøjede bankerne omgående satserne for udlån med 1 pct., mens indlånsrentesatserne ikke steg så meget. Finansministeren udtrykte over for nationalbanken mishag med forhøjelsen af udlånsrenten, men banken måtte nøjes med at konstatere, at den ikke havde indflydelse herpå.

Finansministerens offentlige kommentar var, at der var tale om en ajourføring, og at regeringen ikke ønskede et højere almindeligt renteniveau. Man ønskede ikke at presse investeringerne ned for dermed at formindske den økonomiske aktivitet.

En ekstraordinær rigsdagssamling i august bragte ikke tilslutning til en stramning af den økonomiske politik, og det efterfølgende valg gav ikke nogen politisk afklaring. Den 16. september dannedes en ny regering Hedtoft. I trontalen nævnes pengepolitikken ikke med et ord. Regeringen gik af den 25. oktober efter en forespørgselsdebat, hvor et flertal opfordrede

den til at afskaffe smør- og fedtstofrationeringen. En venstre-konservativ regering dannedes den 28. oktober.

Nationalbanken traf i dette interregnum den 27. oktober beslutning om at ophæve bankernes adgang til at genbelåne byggelån.

Det hedder i begrundelsen herfor, at kontrollen med anvendelsen af arbejdskraft, materialer m. v. er blevet lempet, således at der er en stigende konkurrence om de forhåndenværende ressourcer. Da det var nødvendigt at reducere investeringerne af hensyn til valutasituationen, fandt man det ikke forsvarligt at opretholde det almindelige tilsagn om at ville genbelåne byggelån. I fremtiden ville der kun blive givet genbelåningstilsagn i ganske særlige tilfælde. Udestående tilsagn androg 186 mill. kr. Der var altså tale om en væsentlig reduktion af bankernes likviditet¹⁾.

Denne beslutning fulgtes op af endnu en diskontoforhøjelse, dog kun med $\frac{1}{2}$ pct. til 5 pct. den 2. november, hvilket den nye regering accepterede uden videre. I november gennemførtes et politisk forlig om en væsentlig, men ikke selektiv stramning af finanspolitikken²⁾.

Pengerigelighedspapirerne havde mistet deres betydning, kasserereserve-lovene var udløbet, statens foliokonto havde nået nulpunktet, og nationalbanken havde standset for tilsagn om at yde bankerne kredit bortset fra re-diskontering af veksler, som den enkelte bank meget nødig ville anvende, da den mente, at det ville skade dens omdømme blandt kunderne. Scenen var således ryddet til at skabe et nyt system, hvorved man kunne styre udviklingen i bankernes likviditet.

¹⁾ Nationalbankens årsberetning 1950, side 22.

²⁾ Forliget omfattede forøgelse af direkte og indirekte skatter, bunden opsparing, der hovedsagelig skulle indbetales i pengeinstitutterne, og optagelse af et forsvarslån. Specielt kan nævnes, at der indførtes en afgift af rejsevaluta, hvilket var en over-trædelse af valutafondoverenskomsten. Den ophævedes ved udgangen af 1951.

15. Langsom vækst indtil bytteforholdsforbedringen i 1957

Omstilling til industrisamfund

Det ville ikke være rigtigt at give en ligeså udførlig behandling af 1950'erne som af de foregående 20 år. Mange af de personer, der bidrog til udformningen af de pengepolitiske beslutninger, deltager stadig i det offentlige liv, hvortil kommer, at det er meget vanskeligt at foretage en analyse af en periode, hvor man selv har indtaget standpunkter og deltaget i drøftelser forud for de beslutninger, der er blevet truffet.

Det ville alligevel være tilfredsstillende at slutte ved 1950, hvor det, man kalder den pengepolitiske renaissance, begynder. Hertil kommer, at de mange års krisepræg i slutningen af 1950'erne afløses af en ekspansion, som ikke har noget sidestykke i det sidste halvthundrede år.

I de følgende afsnit er derfor kun behandlet de væsentligste træk i den pengepolitiske udvikling, og der er kun i begrænset omfang refereret fra det arkivmateriale, der findes i nationalbanken.

Det fremgår af de foregående afsnit, at vilkårene i udenrigshandelen er den spændetrøje, i hvilken dansk økonomi til stadighed har været. Landbrugsvarer har været „hårde“ varer i krigsperioder, men under fredelige forhold har afsætningsvilkårene ikke været gunstige nok til at gøre det muligt at opretholde en tilfredsstillende beskæftigelse i byerhvervene.

Strukturomlægning til eksport af industrivarer er derfor en nødvendighed, hvis økonomisk vækst skal kunne opnås.

Opgaven for den økonomiske politik bliver i en sådan situation at finde en tilfredsstillende balance mellem på den ene side at holde pris- og omkostningsniveauet nede og begrænse forbrugsstigningen og på den anden side at låne i udlandet for at lette investeringerne. Et lavt omkostningsniveau kan fremskynde stigningen i industrieksporten, en langsom forbrugsstigning begrænser stigningen i importen og gør større investeringer mulige, mens låntagning i udlandet gør det muligt at slække noget på den strenghed, der skal udvises over for lønstigninger og stigning i forbruget.

I perioden fra 1950 til 1966 er landbrugseksporten steget med ca. 100 pct., mens industrieksporten er steget med godt 600 pct. Der er altså foregået en radikal strukturændring, der fra et økonomisk politisk synspunkt falder i tre ret skarpt adskilte perioder.

Fra 1950 til 1957 gennemgik vi den strenge periode, hvor vort pris- og

omkostningsniveau steg nogenlunde som i andre lande, men hvor væksten var lavere, og hvor arbejdsløsheden lå væsentlig højere end i andre lande – typisk mellem 8 og 10 pct. i årsgennemsnit. I denne periode gik hele forøgelsen af vor industriproduktion til eksport, mens produktionen til hjemmemarkedet var uændret¹⁾. Det var dog en præstation.

I samme periode faldt vor udenlandske nettogæld med mere end en milliard kroner. I denne forbindelse må det særlig nævnes, at der under og lige efter besættelsen ikke kunne præsteres kontraktmæssige afdrag på dollargælden fra mellemkrigsperioden. Disse restancer blev gradvis bragt ud af verden, og gældsbetjeningen blev helt normaliseret i 1955²⁾. Udviklingen i valutastillingen dominerede stadig den økonomiske politik. Fra 1950 til 1953 steg beholdningerne svagt, men i 1954 og første halvdel af 1955 indtraf en forringelse på ca. 700 mill. kr., hvilket fremkaldte en stramning af finans- og pengepolitikken.

Den anden periode går fra 1957 til 1961, hvor der indtræffer en gradvis, væsentlig forbedring af bytteforholdet (særlig kraftig fra 1957 til 1958), og hvor der samtidig føres en forsigtig finanspolitik.

I disse år er den økonomiske vækst stærkere end i andre lande, samtidig med at stigningen i vort pris- og omkostningsniveau er under gennemsnittet. Arbejdsløsheden falder fra ca. 10 pct. til godt 3 pct. – det laveste niveau, der indtil da var registreret som årsgennemsnit.

Nettogælden til udlandet falder med yderligere en god milliard kr. og når helt ned på ca. 400 mill. kr. eller på det nærmeste balance mellem gæld og tilgodehavender. Herunder lykkes det at opbygge en valutareserve af nogen betydning.

Den tredje periode fra 1961 er præget af en økonomisk vækst på linie med andre lande, af en væsentlig stærkere stigning i pris- og omkostningsniveauet, af en arbejdsløshed på mellem 2 og 3 pct. og af en meget stærk stigning i nettogælden til udlandet. Stigningen andrager godt 1 milliard kr. om året i gennemsnit.

Det har ofte været drøftet, om det havde været bedre at forøge låntagningen i udlandet i den første periode, hvorved den økonomiske vækst kunne være blevet stærkere³⁾. Der er næppe tvivl om, at vi kunne have opnået en højere beskæftigelsesgrad ved gældsætning til udlandet, men det

¹⁾ Udviklingen er bedst belyst i Økonomisk årsoversigt 1962, kapitel VI. Tillige i Inflationens årsager, betænkning nr. 421, maj 1966.

²⁾ En historisk oversigt findes i nationalbankens årsberetning 1945, side 5–6 og 1955, side 10. Rentebetalingerne på dollargælden skete under besættelsen ved ambassaden i Washington bl. a. ved indtægter fra Grønland. Vedrørende posteringen i nationalbanken se bilagstabel X.

³⁾ Dette er bl. a. behandlet – omend ret summarisk – i Samarbejdsproblemer i Danmarks økonomiske politik, betænkning nr. 154, København 1956.

må vistnok erkendes, at lånemulighederne var ret begrænsede, bl. a. fordi vor industrielle ekspansion ikke var præget af store enkeltprojekter, men af udvikling af mange små og mellemstore virksomheder. Under alle omstændigheder måtte man først have optaget et større lån til normalisering af dollargælden. Man kan næppe forestille sig, at Danmark kunne optage et regulært markedslån, så længe nogen offentlig gæld ikke blev betjent efter lånekontrakterne. Der blev gjort visse forsøg på en normalisering, men man skønnede ikke, at det amerikanske marked ville tage et så stort dansk lån. Det er selvfølgelig muligt, at en mere målbevidst indsats kunne have givet et bedre resultat, og navnlig kunne man formentlig have øget låntagningen efter normaliseringen af dollargælden i 1955.

Den gradvise forringelse af vilkårene for landbrugseksporten fik bl. a. konsekvenser for den indenlandske støtte. I perioden 1946-50 ydede man over statsfinanserne subsidier til det indenlandske forbrug af fødevarer, hvorved priserne altså blev lavere end eksportpriserne. Fra 1950 til 1958 var der ikke stor forskel på eksport- og hjemmemarkedspriser. Siden 1958 har hjemmemarkedspriserne som hovedregel været højere end eksportpriserne.

Finanspolitikken blev et stadig mere dominerende element i den økonomiske politik, efterhånden som direkte indgreb blev afskaffet ved overgangen til markedsøkonomi. Liberaliseringen af udenrigshandelen blev en vældig faktor i udbygningen af industrieksporten. Den blev ledsaget af en liberalisering af betalingsforholdene, således at de bilaterale betalingsaftaler, der prægede perioden 1945-50, i første omgang blev afløst af en partiel konvertibilitet gennem Den europæiske Betalingsunion omfattende Vesteuropa og sterlingområdet. Dette betalingssystem blev ved dollarknaphedens ophør afløst af fuld konvertibilitet ved udgangen af 1958. Herefter blev også de internationale kapitalbevægelser friere og lånemulighederne altså gunstigere.

I hele perioden var der overskud på statens drifts- og anlægsbudget, og man kan derfor med en analogi fra betalingsbalanceterminologien sige, at finansernes pengepolitiske virkning bestod i forholdet mellem dette overskud og nettovirkningen af de autonome poster på statens kapitalbudget, det vil sige i første række statens udlån til boligbyggeri og erhverv samt indfrielse af statsgæld minus visse kapitalindtægter såsom engangsskatten, stabiliseringslånet, bunden opsparing m. v.¹⁾

Hvis der således netto er et finansieringsbehov, kan det dækkes enten ved lån i indlandet, hvorved banksystemets likviditet ikke påvirkes, eller ved lån i udlandet eller ved træk på nationalbanken, hvorved banksystemets likviditet påvirkes.

¹⁾ Oversigter findes i Det økonomiske Sekretariat, Statsfinanserne (udkommer årligt), tabel I B og I C.

I praksis blev opgaven indtil 1960 at søge retningslinier for, hvorledes et statsligt finansieringsbehov skulle dækkes, hvorimod spørgsmålet i de senere år har været det modsatte, nemlig hvorledes og i hvor stort omfang et kasseoverskud skal kanaliseres tilbage til pengesystemet.

Problemet kom særlig klart frem i forhandlingerne om den såkaldte brevaftale af 23. august 1951 mellem regeringen og nationalbanken og i diskussionen om statens overtræk på sin foliokonto i nationalbanken i 1954 og 1955.

Det var naturligvis fremme ved mange andre lejligheder og gav anledning til meningsudvekslinger mellem regering og nationalbank, hvorfra der vel af og til kunne slå gnister, men stort set må det nok kunne siges, at der sjældent var virkelig uenighed om, hvad der var mest hensigtsmæssigt. Det var snarere det utilfredsstillende i, at situationen skulle have en ret høj grad af alvor, inden man politisk kunne gennemføre stramning af finanspolitikken, der gav anledning til de tilsyneladende uoverensstemmelser.

16. Stramning af den økonomiske politik. Brevaftalen

Kriseforlig

Novemberforliget 1950 var ikke tilstrækkeligt til at bremse nedgangen i valutaeserverne, og regeringen gennemførte derfor i foråret 1951 både en pengepolitisk og en finanspolitisk stramning.

I februar indførtes efter tysk forbillede en deponeringsordning for import af metervarer, hvorefter der var fri adgang til import fra de lande, der var tilsluttet Den europæiske Betalingsunion, mod at den, der anmodede om importtilladelse, kunne dokumentere, at han havde indbetalt som hovedregel 150 pct. af den ønskede bevillings pålydende på en spærret konto i en bank. De deponerede beløb, der ikke blev forrentet og ikke kunne overdrages, overførtes til nationalbanken. Frigørelsen skete gradvis efter 3 og 12 måneders forløb¹⁾.

Regeringen fremsatte i marts 1951 en kriseplan, der dannede grundlag for et forlig mellem de fire gamle partier. Det bestod bl. a. af en bunden opsparing, som skulle indsættes i nationalbanken. Hertil kom øgede afgifter og prisbindinger.

Stramningen af likviditeten i efteråret 1950 førte til, at det i nogle tilfælde viste sig vanskeligt at opnå lån til eksportforretninger, der havde statsgaranti, og til en række større byggeforetagender.

Dette var anledningen til, at nationalbanken i foråret 1951 henstillede til bankerne, at de ved bevilling af kreditter anvendte en fra samfundsmæssige hensyn opstillet prioritetsskala: Eksportfremmende investering, anden produktiv investering og byggeri. Derimod burde de under de nuværende forhold afholde sig fra finansiering af forbrugslån. I fortsættelse heraf enedes man om, at bankerne skulle tilvejebringe årlige oplysninger om kreditgivningens fordeling på erhverv.

Disse aftaler var dog ikke tilstrækkelige til at sikre finansieringen af et passende boligbyggeri, hvorfor regeringen i sommeren 1951 optog forhandlinger med nationalbanken med det formål, at genbelåning af byggelån skulle genindføres.

Det var Svend Nielsen, der var blevet nationalbankdirektør efter Koeds død den 9. november 1950, som ved denne lejlighed skulle udforme en

¹⁾ Ordningen var med forskellige ændringer gældende indtil marts 1956.

aftale – brevaftalen – der blev retningsgivende for statens pengepolitik i 1950'erne.

Man enedes den 21. august 1951 om, at nationalbanken inden for en grænse på ca. 110 mill. kr. genoptog genbelåning af bankernes byggelån på den betingelse, at den samlede pengeforsyning ikke blev udvidet, og at et eventuelt valutaunderskud skulle resultere i en yderligere nedbringelse af pengemængden.

Denne meget håndfaste aftale blev bekræftet i et brev af 23. august fra nationalbanken¹⁾. Pengeforsyningen defineres som summen af seddelomløbet, bankernes folioindeståender i nationalbanken og udestående skatkammerbeviser. Hvis denne pengeforsyning stiger – eller falder mindre end et eventuelt valutaunderskud medfører – skal finansministeriet udstede statsobligationer i et sådant omfang og på sådanne vilkår, at den fornødne opugning tilvejebringes.

På et møde i finansministeriet den 7. september ønskede Thorkil Kristensen en drøftelse af rækkevidden af nationalbankens skrivelse, men det blev dog opgivet. Man enedes om at begynde udstedelse af 5-årige statsobligationer, som nationalbanken skulle overtage i portioner à 10 mill. kr. Obligationerne skulle afhændes til kurser, der fastsattes af nationalbanken under hensyntagen til markedsforholdene, dog således at finansministeren skulle underrettes forud for en ændring af kursen.

Skrivelsen blev først offentliggjort den 13. september, da pressen havde fået nys om den, og den gav anledning til en skarp debat i folketinget.

Statsministeren (Erik Eriksen) gav indirekte tilslutning til den ved i trontalen at berøre de gavnlige virkninger af de selvregulerende kræfter ved „den kreditstramning, der automatisk er fremkaldt af selve merimporten“²⁾.

Finansministeren anerkender dog ikke nogetsteds, at der er tale om en egentlig aftale. Ved forelæggelse af finanslovsforslaget tales om de selvregulerende kræfter i forbindelse med et betalingsbalanceunderskud, og det tilføjes: „Det er i øvrigt regeringens opfattelse, at situationen på kapitalmarkedet nøje må følges, således at den tilbageholdenhed, som hensynet til betalingsbalancen nødvendiggør, ikke skal forhindre de samfundsmæssigt vigtige og for beskæftigelsen afgørende investeringer“³⁾.

Den socialdemokratiske ordfører, H. C. Hansen, siger klart, at denne politik allerede har ført til stigning i renten, og anker over, „at regeringen har truffet en aftale med nationalbanken uden forinden at forelægge aftalen for partierne eller blot underrette dem herom“⁴⁾.

¹⁾ Nationalbankens årsberetning 1951, side 33.

²⁾ Folketingstidende 1951/52, side XI.

³⁾ Anf. st., sp. 21.

⁴⁾ Anf. st., sp. 375.

De andre ordførere viger udenom, men Thorkil Kristensen anvender i sit svar udtrykket „den ordning, der var truffet ved nationalbankens genoptagelse af belåningen af byggelån“ og siger, at det er „soleklart, at når staten i øjeblikket gennem boligstøttelovgivningen er landets største kreditforening, så må dette også . . . normalt neutraliseres ved, at staten emitterer obligationer . . . ligesom andre kreditforeninger. Det skulle vi som sagt have gjort for længe siden, hvis ikke importoverskuddet ad anden vej havde opsuget så mange penge. Nu, da dette er ved at blive mindre, må vi naturligvis ind på en mere normal finansiering“¹⁾.

Den lange rente var nu steget til ca. 5³/₄ pct. – altså en stigning på noget mere end 1 point siden sommeren 1950, men de noget lettere kreditvilkår for byggeriet førte dog til, at igangsættelsen af nybyggeri, der var faldet stærkt i første halvår 1951, på ny steg i 1952.

I januar 1952 indføres de lange S-obligationer, nemlig en serie på 25 år og en på 35 år, men finansministeren vil ikke give nationalbanken bemyndigelse til ulimiteret salg af statsobligationer. Derimod går han med til, at banken forøger sin beholdning af obligationer væsentligt ved i marts at overtage for nominelt 260 mill. kr. S-obligationer, hvorved statens foliokonto selvsagt forbedres. Bankens obligationsbeholdning øges yderligere i april med ca. 100 mill. kr. Disse transaktioner gengiver så at sige nationalbanken mulighed for at øve indflydelse i nedadgående retning på kursniveauet.

I resten af året udvidedes antallet af typer af S-obligationer, så de spændte fra helt lange til ganske korte.

Valutastillingen forbedredes og dermed også i nogen grad pengeforsyningen trods den meget skarpe formulering i brevaftalen, men bankernes udlån steg meget mindre end i de foregående år, jfr. tabel 20.1, side 322. Arbejdsløsheden var fortsat større end normalt, og der gennemførtes derfor gradvis en lempelse af den økonomiske politik både i efteråret 1952 (reguleringen af bygge- og anlægsvirksomheden) og foråret 1953 (finanspolitikken).

Herved standsede forbedringen af betalingsbalancen, men til gengæld steg beskæftigelsen. Stabiliteten på betalingsbalancen var medvirkende til, at nationalbanken den 22. september 1953 (på valgaftenen) meddelte, at diskontoen med virkning fra næste dag nedsattes fra 5 til 4¹/₂ pct.

Der havde igennem 1953 været forventning om et regeringsskifte, hvilket havde bevirket, at køb af S-lån havde været meget betydeligt. I de første tre kvartaler var der solgt for henholdsvis 272, 284 og 238 mill. kr. eller i alt 794 mill. kr., men i sidste kvartal efter skiftet til en socialdemokratisk mindretalsregering faldt salget til 40 mill. kr. Den al-

¹⁾ Anf. st., sp. 605.

mindelige forventning havde været, at den nye regering i overensstemmelse med H. C. Hansens ovenfor citerede udtalelser fra finanslovdebatten i efteråret 1951 ville standse emissionen af S-obligationer, men den 20. oktober blev det meddelt, at man ville åbne to nye serier, et 10-årigt og et 54-årigt lån. I de to følgende måneder blev der købt for i alt 6 mill. kr., hvilket er et klart udtryk for, at markedet havde forkøbt sig i forventning om en kursstigning (rentefald).

I åbningstalen siger Hedtoft neutralt, at der „bør tilstræbes en så lav rente, som er gennemførlig, uden at der fremkaldes inflatoriske tendenser“¹⁾.

Thorkil Kristensen bemærker under finanslovdebatten om statens store lånebehov, at han har „forstået det sådan, at den politik, den nuværende regering vil føre på dette punkt, ikke afviger meget fra den, vi førte, måske slet ikke og i hvert fald ikke væsentligt . . .“²⁾.

Finansministeren (Viggo Kampmann) vil ikke binde sig til en bestemt penge- og rentepolitik. „Denne må naturligvis – ligesom finanspolitikken – tilpasses efter de vekslende krav, som konjunkturudviklingen stiller, og jeg mener ikke, man kan lægge sig fast på, at pengemængden skal oprettholdes konstant“³⁾. Dette svarer nogenlunde til Thorkil Kristensens udtalelse under finanslovdebatten i 1951.

Thorkil Kristensen gentager uimodsagt under en senere debat i foråret 1954, at regeringen følger samme linie vedrørende obligationssalget som den tidligere regering⁴⁾.

Brevaftalen var således ikke en håndfæstning, men snarere præcisering af enighed om en retningslinje for den pengepolitiske virkning af statsfinanserne, og det skulle vise sig, at dette synspunkt skulle trække det længste strå i debatten om statens overtræk i de følgende år.

Det bør i øvrigt nævnes, at nationalbanken i februar 1952 efter henvendelse fra handelsministeriet indvilgede i at give tilsagn om at genbelåne de af bankernes eksportkreditter, der var garanterede af statens eksportkreditudvalg.

I slutningen af 1953 gav nationalbanken tilsagn om at ville genbelåne to bankers kredit til byggeri af skibe på danske værfter. Motiveringen var hensynet til den internationale konkurrence. Hermed begyndte en långivning, der i 1960'erne skulle få et meget stort omfang.

Endelig må det omtales, at regeringen i august 1952 indførte en dollarpræmieringsordning, hvorefter der kunne udstedes tilsagn om fri import

¹⁾ Folketingstidende 1953/54, side 7–8.

²⁾ Anf. st., sp. 1253.

³⁾ Anf. st., sp. 1325.

⁴⁾ Anf. st., sp. 3953.

fra lande, der var tilsluttet Den europæiske Betalingsunion, svarende til 10 pct. af indtjente dollars. Sådanne importbevillinger var frit omsættelige og kunne altså opnå en pris i forhold til knapheden på de varer, der kun kunne indføres i begrænsede mængder¹⁾). Ordningen var strengt taget ikke i overensstemmelse med valutafondoverenskomstens forbud mod multiple valutakurser.

¹⁾ Ordningen ophævedes efter forskellige ændringer ved udgangen af 1961. En nærmere beskrivelse findes i nationalbankens årsberetninger 1952-59.

17. Statens træk på nationalbanken. Forsøg på at indføre kassereserveregler

Atter pres på valutalikviditeten

Stabiliteten i 1953 afløstes af vanskeligheder i 1954. I historisk perspektiv forekommer de ikke overvældende. Den internationale højkonjunktur prægede udviklingen. Vor eksport voksede stærkt, og priserne var nogenlunde stabile, men den hjemlige aktivitet var blevet en kende for høj – arbejdsløsheden kom helt ned på 8 pct. fra 9 pct. i 1953 (!) – hvilket omgående medførte valutatab, idet betalingsbalancens løbende poster svingede fra et overskud i 1953 på 100 mill. kr. til et underskud på 500 mill. kr. i 1954.

Årene 1954 og 1955 blev derfor kriseår med krisedebatter og kriseforanstaltninger.

Svend Nielsen henvendte sig i april til regeringen og påpegede risikoen for en stærk forringelse af valutastillingen, men selv om der var enighed om vurderingen, blev det anset for udelukket at gennemføre en stramning af finanspolitikken inden sommerferien. Pengepolitikken blev derimod strammet, men først i sommeren 1954, hvor diskontoen blev forhøjet fra 4½ til 5½ pct., og samtidig blev kurserne på S-obligationerne sat flere points ned (indtil 3 points for de længste papirer) for at få gang i salget, der i forårsmånederne var gået stærkt tilbage – i andet kvartal var salget 46 mill. kr. mod 220 mill. kr. i første kvartal. Nedgangen i salget havde medført, at staten netto trak på nationalbanken¹⁾.

I henhold til brevaftalen skulle nationalbankens genbelåningstilsagn vedrørende byggelån maksimalt være ca. 110 mill. kr., men beløbet var kommet op på 500 mill. kr. ved udgangen af juni 1954. Det var dog kun en mindre del af dette beløb, der umiddelbart kunne belånes, idet der i mange tilfælde var blevet givet tilsagn, lang tid før byggeriet skulle gå i gang.

Banken besluttede i begyndelsen af juli i forståelse med regeringen²⁾ at afvikle genbelåning af byggelån over en fireårig periode – især fordi efterspørgselspresset var særlig stærkt i bygge- og anlægssektoren – men samtidig udvide genbelåningen af bankernes kreditter til eksportindustrien,

¹⁾ I nationalbankens årsberetninger i afsnittet pengeforholdene findes en analyse af udviklingen i statens mellemværende med nationalbanken.

²⁾ Regeringen udsendte samme dag meddelelse om en administrativ stramning af finanspolitikken (bygge- og anlægsvirksomhed, forsvarsudgifter og udbydelse af et præmieobligationslån).

således at ordningen også kunne omfatte lån til oparbejdelse af eksportproduktion.

Hermed var i virkeligheden brevaftalen ophævet, selv om det ikke blev bemærket af nogen af deltagerne, og selv om nedsættelsen af kurserne på S-obligationerne var udtryk for, at regeringen var enig i, at forværringen af valutastillingen skulle slå igennem på pengeforsyningen.

Under forhandlinger med finansministeren i august var der enighed om, at der skulle sælges flere S-obligationer – salget var det væsentlige, kurserne underordnet. Finansministeren bekræftede aftalen om, at nationalbanken måtte fastsætte kurserne således, at der blev solgt tilstrækkeligt – dog at ministeren forbeholdt sig ret til til enhver tid at bremse. Kurserne blev herefter sænket yderligere¹⁾.

Trods disse anstrengelser lykkedes det ikke at få gang i salget. I årets sidste tre kvartaler blev det ikke til mere end 46, 92 og 34 mill. kr. eller 172 mill. kr. i alt. I samme periode forringede staten sit mellemværende med nationalbanken med i alt 475 mill. kr.

Dette var optakten til mere end et års debat om statens overtræk på foliokontoen i nationalbanken.

Thorkil Kristensen kritiserede allerede i december 1954, at der ikke tidligere på året var solgt flere S-obligationer, således at finansieringsbehovet nu, hvor det var vanskeligt at sælge obligationer, måtte dækkes ved træk på nationalbanken²⁾. Det var nok lidt for hårdt i betragtning af det gode salg i 1. kvartal og de stærke bestræbelser på at få gang i salget senere.

Da valutatabene fortsatte, ophørte nationalbanken – atter i forståelse med regeringen bortset fra boligministeren – i september med at give nye tilsagn om genbelåning af byggelån³⁾. Samtidig henstillede man til banker, at de fortsat skulle give byggelån i rimeligt omfang – dette defineredes dog ikke klart – og nationalbanken gav tilsagn om, at den enkelte bank kunne belåne obligationer for et beløb svarende til halvdelen af en eventuel nedgang i indlånene i forhold til gennemsnittet januar-august 1954. Denne belåningsadgang blev dog kun benyttet i ganske enkelte tilfælde af nogle mindre banker.

Vanskelighederne ved at sælge S-obligationer fortsatte i 1955, hvor der i alt blev solgt for 265 mill. kr., således at staten netto måtte trække 212 mill. kr. Herved havde staten altså fra april 1954 til udgangen af 1955 netto

¹⁾ Nationalbanken pressede stærkt for at få finanspolitikken strammet, hvilket var medvirkende til den ekstraordinære indkaldelse af folketinget i september, hvor der blev vedtaget en vis stramning. Herunder gennemførtes en skærpelse af afbetalingsbestemmelserne.

²⁾ Folketingstidende 1954/55, sp. 1185 og 1188.

³⁾ De indtil 8. juli 1954 meddelte tilsagn skulle forblive i kraft, men de siden da modtagne andragender skulle returneres.

trukket knap 700 mill. kr. på nationalbanken, hvorved den likviditetsmæssige virkning af forringelsen af valutastillingen på godt 500 mill. kr. i samme periode mere end opvejedes¹⁾.

Finanspolitikken blev først for alvor strammet ved martsforliget i 1955, hvorved overskuddet på drifts- og anlægsbudgettet steg fra små 400 mill. kr. i 1954-55 til godt 700 mill. kr. i 1955-56.

Samtidig skærpedes pengepolitikken, idet rediskontosatsen – en halv procent lavere end diskontoen – ophævedes den 25. maj 1955, og der åbnedes for indskud på en måneds opsigelse fra banker og sparekasser til en rente af 1½ pct.

Vigtigere var dog aftalen i begyndelsen af juni med banker og sparekasser om begrænsning af udlånene. Nationalbanken frygtede, at likviditetsudvidelsen fra statsfinanserne skulle medføre stigende udlån, og det aftaltes derfor med banker og sparekasser – den sidste gruppe dog meget modvilligt – at de samlede udlån ikke måtte forøges. „En stigning i kassebeholdningerne bør anvendes til styrkelse af likviditeten, og pengeinstitutter, der møder likviditetsvanskeligheder som følge af forøgede udlån, kan ikke påregne nationalbankens støtte til overvindelse af disse“²⁾.

Det henstilles dernæst, at bankerne køber S-lån for den kasseforøgelse, som de ikke ønsker at holde i helt likvid form med den noget uklare begrundelse, at dette virker pengeopsugende i modsætning til køb af andre obligationer.

Alt i alt lykkedes denne politik, idet bankernes udlån, jfr. tabel 20.1, side 322 steg med mindre end 2 pct. i 1955.

Statens overtræk gav dog anledning til en omfattende politisk debat.

Kampmann forsvarer sig mod angreb ved at fremhæve, at det „afgørende er, at der i det sidste år har været en nedadgående bevægelse i pengemængden. Det er regeringens hensigt at fortsætte med den stramme pengepolitik, indtil der er nået en forbedring i nationalbankens valutastilling“³⁾.

Thorkil Kristensen, der bryder partilinen og stemmer for regeringens forslag, anbefaler principalt en overenskomst mellem partierne om retningslinier for salgene af S-obligationer eller i hvert fald løbende kontakt mellem finansministeren og finansudvalget om „obligationssalget, som bør håndhæves sådan, at pengemængden ikke får lov at stige på en måde, der vel kan være behagelig, men som er farlig, fordi der skabes en efterspørgsel, der vil danne grundlaget for nye vanskeligheder“⁴⁾.

¹⁾ Hvis man fradrager statens træk til tilbagebetaling af udenlandske lån, bliver statens påvirkning af den indenlandske likviditet væsentlig mindre.

²⁾ Nationalbankens årsberetning 1955, side 40.

³⁾ Folketingstidende 1954/55, sp. 2768.

⁴⁾ Anf. st., sp. 2923 og 2929.

Forslaget støttes af den radikale Bertel Dahlgaard, mens venstre og konservative koncentrerer sig om at kritisere overtrækket skarpt. Finansministeren giver tilsagn om en sådan kontakt¹⁾.

Diskussionen genoptages med forøget styrke under åbningsdebatten i oktober 1955, hvor der fremføres kritik mod overtrækket, hvis grundlovsmæssighed betvivles til trods for at det var gammel praksis²⁾. Tallene svirrer, og debatten udarter til ret stor forvirring om, hvorledes trækket skal beregnes, men det er helt klart, at presset, for at statsfinanserne ikke skal øge likviditeten, er en politisk realitet.

Forsøg på at indføre variable kassereservebestemmelser i bankloven

1956 blev ikke så dramatisk som de to foregående år fra et almindelig økonomisk politisk synspunkt. Fra et pengepolitisk synspunkt blev det derimod betydningsfuldt, idet forsøget på at indføre variable kassereserveregler for bankerne strandede i folketinget.

Bankerne havde siden 1943 haft midlertidige lempelser i beregningen af soliditetskravet, der principielt går ud på, at egenkapitalen skal udgøre mindst 10 pct. af de samlede gælds- og garantiforpligtelser. Under penge- rigeligheden ville man ikke forlange, at bankerne skulle øge egenkapitalen i takt med den stærke stigning i likviditeten, og de fik derfor adgang til at fradrage overskydende likviditet i gælds- og garantiforpligtelserne, inden 10 pct.-kravet blev beregnet.

Bestemmelserne blev stadig forlænget. I 1950 blev de forlænget med 3 år³⁾, og i 1953 foreslog nationalbanken en kort forlængelse til udgangen af april 1955 under forudsætning af, at man tog bankloven af 1930 op til revision. Dette opnåedes der ighed om.

Efter indledende overvejelser begyndte drøftelserne i september 1954. Nationalbanken gik kraftigt ind for variable kassereserver med den begrundelse, at det var naturligt også at kunne anvende dette instrument i pengepolitikken, og navnlig at det i givet fald ville være muligt at stramme likviditeten i banksystemet uden en så stærk rentestigning, som man ellers ville få – nemlig hvis man skulle sælge obligationer. Bankerne gik modstræbende med til variable kassereserveregler mod, at kravene til egen-

¹⁾ Anf. st., sp. 2939.

²⁾ Grossist-Sammenslutningen af 1930 bad den 14. juni 1955 folketingets ombudsmand om en udtalelse om, hvorvidt træk på foliokontoen var foreneligt med grundlovens § 43, der bl. a. fastslår, at intet statslån må optages uden ifølge lov. Ombudsmanden svarede efter åbningsdebatten ved en skrivelse af 14. november 1955, at han ikke ud fra retlige synspunkter kan udtale kritik. Værnet mod misbrug må søges i det politiske ministeransvar over for folketinget.

³⁾ Nationalbankens årsberetning 1953, side 42.

kapitalen blev lempet. Der var nogen diskussion om, hvordan beslutningen om ændringer skulle ske. Efter en del forhandlinger enedes man om, at bemyndigelsen skulle ligge hos handelsministeren „efter afgiven indstilling fra Danmarks Nationalbank og efter forhandling med Danske Bankers Fællesrepræsentation“. Det afgørende hensyn var, at regeringen til enhver tid skulle kunne fremkalde en indstilling fra nationalbanken. Kravene skulle kunne variere mellem 2 og 10 pct. af gældsforpligtelserne.

Ved 1. behandling i december 1954 tager venstre og konservative afstand fra at give handelsministeren en sådan bemyndigelse. Forslaget går i udvalg, men når ikke til 2. behandling i samlingen.

Det genfremstattes i folketinget i oktober 1955. Her udtalte venstres ordfører, Henry Christensen, ved 1. behandling: „Vi er ganske overordentlig betænkelige ved en sådan bemyndigelsesbestemmelse, som jo i en given situation kan bruges af en regering til at foretage ekstraordinære overtræk på statens konto i nationalbanken samtidig med, at man stiller krav om forøgede likviditetsbeholdninger i bankerne... Derved sikrer staten sig prioritet i pengemidlerne og får afgørende indflydelse på investeringerne på det private erhvervslivs bekostning“¹⁾. De konservative er skeptiske, og de radikale ytrer sig ikke.

I udvalget kan der ikke opnås enighed om at gennemføre bestemmelsen. Venstre (Niels Eriksen) siger under 2. behandling i maj 1956: „Bankerne har hele tiden været loyale over for nationalbankens henstillinger med hensyn til øgede kassereserver, og det tror jeg også, de vil være fremover“²⁾.

De konservative (Rasting) vil ikke vedkende sig, at Svend Nielsens synspunkter, der blev gjort gældende over for udvalget, er blevet fejlet til side. „Man blev dog til syvende og sidst klar over, at foruden hensynet til nationalbanken, er der også et væsentligt hensyn at tage til bankernes selvstændige ansvar for landets bankpolitik og for pengevæsenets tilstand“³⁾.

De radikale (Axe Sørensen) henviser til, at bankerne „hele tiden, medens vi igennem de sidste to samlinger har behandlet forslag om ændringer i den bestående banklov, har fulgt de henstillinger, nationalbanken har givet“⁴⁾.

Den væsentligste ændring i bankloven blev derfor lempelsen i kravet til egenkapital, jfr. side 300.

Aftalen om begrænsning af bankers og sparekassers udlån var blevet forlænget i begyndelsen af 1956 med et halvt år.

I juni søgte nationalbanken en forlængelse uden tidsbegrænsning, indtil valutaforholdene var bedret væsentligt, men dette stødte på modstand fra

¹⁾ Folketingstidende 1955/56, sp. 941.

²⁾ Anf. st., sp. 4725.

³⁾ Anf. st., sp. 4726-27.

⁴⁾ Anf. st., sp. 4728.

ledelsen af sparekasseforeningen, der dog modstræbende gik med til at videregive nationalbankens henstilling.

I praksis blev henstillingen ikke fulgt fra foråret 1956, og i oktober erklærede sparekasserne, at de ikke så sig i stand til at efterleve nationalbankens henstilling, hvorfor man anmodede om, at den blev trukket tilbage. Dette kunne nationalbanken dog ikke gå med til.

Herefter måtte bankerne ligeledes erklære, at de ikke kunne efterleve henstillingen. Nationalbanken ventilerede tanken om en kassereserveordning på frivillig basis, men dette blev – man kan næsten sige selvfølgelig – afvist.

18. Forbedring af statsfinanserne. Hvordan skal kasseoverskuddet anvendes?

Staten trækker sig ud af boligfinansieringen

Suez-krisen i efteråret 1956 og de prisstigninger, der fulgte efter, gav al mulig grund til på forhånd at nære bekymring for den økonomiske udvikling i 1957, men den uventede forbedring af bytteforholdet fra midten af året samt fastholdelsen af den forsigtige finanspolitik bevirkede, at de følgende år blev præget af en kraftig ekspansion med stærk stigning i produktionen, fald i ledigheden og betydelige overskud på betalingsbalancen.

Nedgangen i nationalbankens dollarbeholdning var så alvorlig, at man i foråret begyndte overvejelser om at trække på valutafonden. Et træk på 34 mill. \$ blev foretaget i juni efter langsommelige forhandlinger mellem regering og nationalbank. Det blev betalt tilbage, allerede inden der var gået to år. I efteråret drøftedes en diskontoforhøjelse mellem regeringen og nationalbanken, men sagen blev stillet i bero – derom var der enighed.

Regeringen arbejdede med planer om at trække sig helt ud af boligfinansieringen, som havde voldt så store problemer i de foregående år, og dette i forbindelse med den øvrige forbedring af finanserne bevirkede, at man måtte overveje, hvordan et kasseoverskud i givet fald skulle anvendes.

Finansminister Kampmann var inde på det i et meget forudseende foredrag i Nationaløkonomisk Forening i december 1957¹⁾. Han foreslår en række ændringer i de institutionelle forhold, således at et overskud kan kanaliseres tilbage til finansiering af industrielle investeringer. Mulighederne er enten direkte deltagelse i industrifinansieringen, eller at der „gennemføres sådanne reformer af de regler, der regulerer kapitalmarkedets funktion, at en større del af opsparingen kan føres til industrien, hvorefter staten – som traditionen byder – kan indskrænke sig til at virke over obligationsmarkedet“²⁾.

Svend Nielsen udtrykker under diskussionen, at han vil foretrække, at staten nedbringer sin gæld til nationalbanken, som så i givet fald kan forøge likviditeten ved långivning til de private banker.

Nationalbanken indleder umiddelbart efter drøftelser med hovedbankerne og opfordrer dem til at udvise initiativ til dels at oprette et tredjeprioritetsinstitut til finansiering af boligbyggeriet, når staten trækker sig

¹⁾ Nationaløkonomisk Tidsskrift 1957. Se især side 316 ff.

²⁾ Anf. skr., side 320.

tilbage, dels at udbygge mulighederne for at finansiere industrien over obligationsmarkedet. Disse planer blev virkeliggjort i 1958-61 ved oprettelse af Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, de tre tredjeprioritetsinstitutter, Dansk Landbrugs Realkreditfond og Danmarks Skibskreditfond, jfr. side 310 ff. Nationalbanken var deltager i oprettelsen af de tre erhvervsinstitutter og det ene tredjeprioritetsinstitut.

Forbedringen fortsatte i 1958, hvor overskuddet på betalingsbalancen blev ikke mindre end godt 850 mill. kr. Obligationskurserne var stigende, og nationalbanken nedsatte diskontoen med $\frac{1}{2}$ pct. den 19. april og yderligere $\frac{1}{2}$ pct. til $4\frac{1}{2}$ pct. den 15. august.

Den kraftige valutaforbedring øgede bankernes likviditet meget betydeligt, og nationalbanken ønskede i og for sig et øget salg af S-obligationer, men det var der ikke megen stemning for, når staten ikke havde noget større finansieringsbehov. Desuden ønskede finansministeren et hurtigt rentefald for dermed lettere at kunne få politisk tilslutning til afvikling af statens støtte til boligfinansieringen.

Med henblik på i nogen grad at opsure den ledige likviditet erstattede nationalbanken adgangen til at foretage indskud på opsigelse i banken med udstedelse af 3 måneders indlånsbeviser, der kan tegnes en gang om ugen, og som kan belånes til pari i nationalbanken. Igennem 1950'erne havde finansministeriet, jfr. bilagstabel XIII, kun i mindre udstrækning udstedt skatkammerbeviser, idet bl. a. nationalbanken havde holdt på, at kortfristet finansiering ikke var hensigtsmæssig. Dette kom helt klart til udtryk i brevaftalens definition af pengemængden, der indbefatter skatkammerbeviser. Finansministeriet havde imidlertid i november 1957 standset adgangen til at tegne skatkammerbeviser sideløbende med formindskelsen af salget af S-obligationer. Regeringen havde derimod ikke noget at indvende mod, at nationalbanken begyndte udstedelse af indlånsbeviser.

I september 1958 enedes man om at standse salget af S-obligationer, men udbød for at dække statens finansieringsbehov to statslån på i alt 150 mill. kr., hvor nationalbanken deltog i konsortiet med en meget betydelig andel.

Overvejelserne om, hvorledes et kasseoverskud, når det fremkom, skulle kanaliseres tilbage, fortsatte i finansministeriet og ligger formentlig bag en bestemmelse i det forslag til lov om boligbyggeri, der blev fremsat i folketinget den 9. oktober 1958. Det hedder i § 3, at finansministeren efter samråd med boligministeren kan foretage „opkøb og gensalg af obligationer“ inden for nettobeløb, hvis størrelse fastsættes på de årlige finanslove.

Bestemmelsen gav anledning til nogen uro i nationalbanken, hvor man mente at se mulighederne for en radikal ændring i arbejdsdelingen mellem finansministeriet og banken. Finansministeren hævdede imidlertid, at hensigten udelukkende var at kunne støtte de nye obligationer i en overgangsperiode. Forslaget gav anledning til betydelige gnidninger og en ret

skarp udtalelse fra nationalbanken til folketingsudvalget¹⁾, hvor man endes om at afsvække bestemmelsen, således at også nationalbanken skulle høres, og navnlig at bestemmelsen blev gjort tidsbegrænset til 3 år (til 1. april 1963), hvorimod loven løb i fire år.

Bemyndigelsen blev ikke benyttet.

Lignende overvejelser lå bag bemyndigelsen fra foråret 1960 til, at finansministeren kunne anvende et større beløb til ekstraordinær amortisation af statsgæld. Opkøb af obligationer skulle dog ske efter forhandling med nationalbanken.

Fra 1959 tager ekspansionen stærkt til i styrke. Der kommer en række år, hvor bankernes udlånsstigning ligger på 15–20 pct. om året, mens det typiske for 1950'erne er 6–8 pct., jfr. tabel 20.1, side 322.

Nationalbanken anmoder gentagne gange regeringen om en kassereserve-lov, da man forudser en krediteksponation, som banken ikke kan magte. Selv om der er enighed om, at en sådan foranstaltning bør gennemføres, må det erkendes, at der ikke er politisk mulighed for det. Banken må derfor nøjes med en beskeden diskontoforhøjelse den 19. september 1959 på $\frac{1}{2}$ pct. til 5 pct. I januar 1960 kom den op på $5\frac{1}{2}$ pct.

Efterskrift

Årene fra 1960 har som nævnt været præget af fortsat højkonjunktur og fuld beskæftigelse med kun 2–3 pct. arbejdsløshed i årsgennemsnit.

Til gengæld har vi oplevet den ene bølge af indkomsteksplosioner efter den anden²⁾, hvorved prisniveauet er steget meget stærkt og således, at forbrugerpriserne er steget helt anderledes stærkt end engrospriserne, der holdes i ave af den internationale konkurrence, jfr. følgende oversigt:

	Stigning i detailpriser 1)	Stigning i engrospriser 2)
	pct.	pct.
1945–50	11,0	36,0
1950–57	35,3	24,1
1957–61	7,5	1,0
1961–67	47,2	15,4

¹⁾ Juli-indeks.

²⁾ Gennemsnit for året.

Uanset store kasseoverskud på statsfinanserne og bestræbelser fra nationalbankens side på at bremse den stærke krediteksponation er det ikke lyk-

¹⁾ Skrivelsen er ikke trykt i udvalgets betænkning. Den er refereret i dagspressen, se f. eks. Politiken den 28. november 1958.

²⁾ Se navnlig Inflationens årsager, betænkning nr. 421, 1966.

kedes i tilstrækkelig grad. Bankernes nettolikviditet er gået stærkt ned og er blevet negativ, men desuagtet er deres udlån steget betydeligt, jfr. tabel 20.1, side 322.

Nationalbanken foretog i foråret 1960 væsentlige ændringer i reglerne for bankernes lånemuligheder bl. a. som konsekvens af likviditetsstramningen som følge af de store kasseoverskud.

Allerede i 1959 havde bankerne fået adgang til at belåne obligationer udstedt af særlige institutioner med 85 pct. af kursværdien. Dette var gennemført for at støtte de pågældende institutters obligationer. Det drejede sig om Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, tredjeprioritetsinstitutterne og Færøernes Realkreditinstitut. Hertil kom i sommeren 1960 Dansk Landbrugs Realkreditfond og i 1961 Danmarks Skibskreditfond.

Belåningsreglerne blev nu normaliseret, således at banker, sparekasser og fondsbørsvekslerere kan belåne børsnoterede obligationer og aktier – dog til en lavere procent end tidligere – for almindelige obligationer således 70 pct. af kursværdien, men for de særlige institutter fortsat 85 pct.

Belåningen af eksportkreditter og skibskreditter afvikles, men i efteråret 1960 indføres igen en særordning: lange eksportkreditter (to til fem år) kan belånes ved kreditbeviser¹⁾.

Udsigten til snarlig medlemsskab af det europæiske fællesskab var anledning til, at nationalbanken i 1962¹⁾ rejste spørgsmålet om variable kassereserver for banker og sparekasser, men forslaget blev opgivet, efter at det i januar 1963 blev klart, at Frankrig ville modsætte sig en udvidelse af fællesskabet.

I de følgende år varieres belåningsreglerne for at udøve pres på bankerne bl. a. ved en overrenteordning (1964), det vil sige en særlig høj rente, når en bank i en periode har udnyttet obligationsbelåning og vekselrediskontering ud over en vis grænse.

Samtidig fik bankerne adgang til i langt større udstrækning ved udenlandske lån at genfinansiere deres udlån vedrørende import og eksport. Herved kunne bankerne i de følgende år øge deres nettogæld til udlandet og således til en vis grad skaffe sig erstatning for den likviditet, som blev opslugt ved kasseoverskuddet.

Den samme virkning havde de følgende års store låntagning i udlandet, herunder også låntagning fra kommuner m. v.

Kapitalimporten androg i perioden 1960–1967 i alt ca. 9 milliarder kr.

I løbet af 1964 blev der – foruden indførelse af overrenteordningen – ved aftale mellem regeringen og nationalbanken bremset for den offentlige låntagning i udlandet. Samtidig var bankernes nettogæld til udlandet vok-

¹⁾ Nationalbankens årsberetning 1960, side 20.

set til ikke mindre end 800 mill. kr., hvilket måtte erkendes at være en uholdbar situation.

Da der fortsat ville være et betydeligt kasseoverskud, var bankerne i begyndelsen af 1965 villige til at afslutte en udlånsaftale med nationalbanken, hvori indgår kassereserver, der kan varieres efter forhandling mellem de to parter, dog således at låntagningen i udlandet måtte høre op. Til gengæld forpligtede nationalbanken sig til at sørge for en passende likviditet i banksystemet – det vil sige ikke presse bankerne for hårdt.

Likviditeten var hermed blevet så stram, at den lange rente viste tendens til stærk stigning, hvorfor det i sommeren 1965 vedtoges at gennemføre en rationering af obligationsudstedelsen.

Under disse vilkår blev kasseoverskuddet via nationalbanken kanaliseret over obligationsmarkedet tilbage til pengeinstitutterne.

19. Institutionerne på penge- og kapitalmarkedet

Placeringsregler

Det er et stadig tilbagevendende tema i den pengepolitiske diskussion, om den privatdirigerede kreditgivning tilgodeser de formål, man fra et samfundsøkonomisk synspunkt må lægge vægt på, jfr. således de synspunkter, der blev fremsat i den økonomiske oversigt i december 1947, omtalt side 264 f.

Det er næppe frugtbart at drøfte disse problemer i så uklar form, som her omtalt. Hvis synspunkterne skal udmøntes konkret, må der opstilles lange prioritetslister, hvor de enkelte formål er indordnet efter nærmere angivne kriterier. Disse måtte så sammenlignes med de formål, der faktisk bliver tilgodeset.

Et sådant projekt kunne næppe lade sig realisere, og i praksis går man da også helt pragmatisk frem på den måde, at myndighederne søger at bremse eller fremme kreditgivning til bestemte formål eller under bestemte former ved udformning af placeringsregler for institutionerne på det organiserede kreditmarked, ved direkte lån fra det offentlige eller ved offentlig garantistillelse.

Herved kommer en lang række hensyn til at krydse hinanden. Snart skal et kriseramte erhverv hjælpes, snart skal alt for letsindig kreditgivning fra institutionerne bremses, snart skal visse erhvervsinvesteringer fremmes o.s.v.

Det er vanskeligt at vurdere i de enkelte tilfælde, hvor stor betydning sådanne regler har. Ville udviklingen have formet sig anderledes, hvis der ikke var gennemført de og de bestemmelser?

De regler, der kan udformes – når der ses bort fra direkte udlån fra staten – må i hovedsagen begrænses til institutionerne, der kun tegner sig for en del af den samlede finansiering. Foruden kredit fra institutionerne (det organiserede kreditmarked) ydes der kredit fra det uorganiserede kreditmarked, hvortil kommer egen opsparing (selvfinansiering).

Muligheden for at påvirke kanaliseringen af kreditgivningen ved placementsbestemmelser afhænger af, hvor let det er for låntagere dels at finde alternative finansieringsmuligheder, og her synes der at være en betydelig evne til at tilpasse sig, dels at indrette formerne for lånene efter de krav, der stilles fra myndighederne.

Udviklingen siden 1930 har været præget af store omsving i de realøkonomiske forhold. Kriseårene i 1930'erne, reguleringsperioden med penge-

rigelighed i 1940'erne, den økonomiske stagnation frem til slutningen af 1950'erne og den stærke ekspansion i de senere år. Behovene for finansiering har vekslet betydeligt fra periode til periode, og reglerne især for statens udlånsvirksomhed er blevet ændret radikalt flere gange. Alligevel forekommer det karakteristisk for perioden som helhed, at drivkræfterne ligger i den almindelige økonomiske udvikling, mens finansieringsreglerne næppe spiller så stor rolle for udviklingens forløb.

Det må i øvrigt nævnes, at der er mange andre bestemmelser end placeringsregler, der kan antages at have indflydelse på investeringernes sammensætning – således navnlig afskrivningsregler og selskabsbeskatning. I en del lande har man forsøgt sig med placeringsregler, men efterhånden opgivet at lægge større vægt på dem.

Placeringsregler for institutionerne på penge- og kapitalmarkedet kan i brede træk inddeles i tre grupper efter den målsætning, der ligger bag bestemmelserne.

Først er der placeringsregler, som sigter mod at sikre de tilgodehavender, personer og virksomheder har i institutionerne. Sådanne bestemmelser går som regel ud på at begrænse institutionernes placeringsmuligheder og dermed risikoen for tab.

Det har været naturligt at indføre regler af denne art efter bankkrisen i begyndelsen af århundredet og banksammenbruddene i 1920'erne. Sådanne synspunkter prægede lovene af 1919 og 1930 om banker og loven af 1919 om sparekasser, jfr. side 134 ff.

Disse tendenser er fortsat i lovgivningen op til midten af 1950'erne. Dette gælder også loven af 1935 om pensionskasser.

Dernæst er der placeringsregler, hvor sigtet er at tilgodese låntagerne. Man ønsker af samfundsmæssige hensyn at fremme udviklingen inden for bestemte områder – landbrug, fiskeri, industri, boligbyggeri etc. – og søger så at lette disse erhvervsgrenes adgang til kredit.

Perioden er rig på eksempler på sådanne kanaliseringforsøg. Det gælder navnlig statens interesse i at fremme finansieringen af boligbyggeriet. I 1950'erne kommer hensynet til den industrielle udvikling stadig stærkere frem, og der gennemføres en række bestemmelser, der sigter mod at lette erhvervenes adgang til kredit. Det gælder navnlig udlånene fra genopbygningsfondene (marshallmidlerne), friere placeringsregler for sparekasser, livsforsikringsselskaber og pensionskasser samt oprettelse af de nye obligationsudstedende institutter 1958-61.

Endelig må nævnes de placeringsregler, der udformes af pengepolitiske hensyn, det vil sige først og fremmest med det formål at kontrollere krediteksponeringen. Det drejer sig navnlig om kravene til bankers og sparekassers kassebeholdning, eventuelt udvidet til også at omfatte bestemmelser om beholdning af værdipapirer. Sådanne regler er omtalt i det foregående i for-

bindelse med kassereresvebestemmelserne 1942-49 samt revisionen af bankloven 1954-56.

I det følgende omtales de vigtigste af ændringerne i bestemmelserne om institutionerne på penge- og kapitalmarkedet.

Banker og sparekasser

Det er tidligere, jfr. side 248, omtalt, at kravet til bankernes egenkapital blev nedsat ved tillægsloven til bankloven af 1943 ud fra den betragtning, at bankerne ikke skulle forøge deres egenkapital for så vidt angår den del af deres indlån, som direkte skulle indsættes på spærret konto i nationalbanken. På en vis måde kan man sige, at der herved blev givet udtryk for det synspunkt, at det ikke var nødvendigt at stille krav om egenkapital til dækning af fuldstændig sikker anbringelse.

Lempelser i kravet til egenkapitalen blev opretholdt, efter at loven om kasserereserver udløb med udgangen af 1949, og nationalbanken tog derfor i 1953 initiativ til at få foretaget en revision af bankloven bl. a. med det formål at få indført regler om variable kasserereserver. Dette lykkedes ikke, og de ændringer, der blev gennemført i bankloven ved den nye lov af 25. maj 1956, var ret ubetydelige.

Egenkapitalen¹⁾ skal udgøre 10 pct. af gælds- og garantiforpligtelserne, men der tillades visse fradrag, nemlig lån optaget i nationalbanken (dog højst svarende til indestående på folio i nationalbanken), garantier, der er sikret ved indskud i banken (fortrinsvis forhåndslån vedrørende byggeri, jfr. nedenfor), 50 pct. af andre garantier samt den kassebeholdning, der skal holdes af anfordringsindskud fra indenlandske banker.

Likviditetskravene er stadig 15 pct. af anfordringsinskuddene og 10 pct. af gælds- og garantiforpligtelserne – beregnet efter de nye regler.

Kassebeholdningen – eller likviditeten i snæver forstand – skal udgøre mindst 2 pct. af gældsforpligtelserne, dog således at anfordringsindskud fra andre indenlandske banker herudover skal være dækket med 15 pct. Reglen gælder for samtlige banker. Den tidligere bestemmelse med graderingen 3, 2 og 1 pct., jfr. side 149, blev opgivet. Det må fremhæves, at 2 pct.-reglen er uden praktisk indhold. Ydermere er kravet lempet derved, at der foruden sedler og mønt regnes med bruttoanfordringstilgodehavender – mod tidligere nettoanfordringstilgodehavender – i nationalbanken, på postgiroen, i indenlandske og udenlandske banker. Man kan altså klare sig ved at låne.

Endelig søgte man i højere grad at markere adskillelsen mellem bank og

¹⁾ Minimumskravet til egenkapitalen ved stiftelse af en bank sættes op fra 300.000 kr. til 600.000 kr.

erhvervsliv ved at indføre en bestemmelse om, at direktører, vicedirektører og underdirektører samt filialbestyrere i større filialer ikke som bestyrelsesmedlem, funktionær eller på anden måde må deltage i ledelsen eller driften af anden erhvervsvirksomhed.

Sparekasseloven blev ikke som bankloven ændret i 1930, men først ved lov af 18. maj 1937¹⁾. Tendensen var imidlertid den samme – en skærpelse af placeringsreglerne, hvorved linien fra 1880 fortsattes.

Loven bestemmer, at de sparekasser, der endnu diskonterer vekslers, skal høre op hermed. Der sondres i øvrigt mellem primære og sekundære anbringelser. Ved primære anbringelser forstås:

- a. Danske stats-, kommune-, hypotekbank-, tiendebank- og kreditforeningsobligationer.
- b. Lån sikret ved stats- eller kommunegaranti.
- c. Lån mod pant i fast ejendom inden for 60 pct. af ejendomsskyldværdien, for landbrugsejendomme med normal besætning og inventar dog op til 70 pct. (75 pct. med tilsynsrådets godkendelse af lånesagen).
- d. Lån mod håndpant i bank- og sparekassebøger og børsnoterede obligationer op til 75 pct. af køberkurs.
- e. Indlån i andre sparekasser eller i banker.

Sekundære anbringelser skal være „på anden betryggende måde såsom i letsælgelige værdipapirer, i lån mod pant, selvskyldnerkaution eller tilsvarende sikkerhed“.

Denne adgang til noget friere placering var dog begrænset ved, at de sekundære anbringelser højst måtte udgøre syv gange egenkapitalen.

Endvidere blev likviditetskravet skærpet til 8 pct. af de samlede gældsforpligtelser mod tidligere 5 pct., og endelig blev der krævet tilsynsråd også i garantkasserne. Et medlem skulle udpeges af handelsministeren.

Venstre og konservative gik imod disse bestemmelser²⁾. Regeringen havde oprindelig foreslået, at de sekundære anbringelser højst måtte andrage fem gange egenkapitalen, mens de to partier ønskede otte gange – resultatet blev altså syv. Oppositionen ønskede endvidere likviditetskra-

¹⁾ På baggrund af gældskrisen i landbruget stiftedes i 1931 Andelsselskabet Jord, Arbejde og Kapital (J.A.K.-bevægelsen). Ideerne var præget af stor uklarhed. Man søgte at erstatte seddelomløbet med andelsbeviser. Sedlerne kunne så indsættes i banker, og renteindtægten herfra anvendes. Dette blev i 1933 kendt ulovligt ved domstolene. Der oprettedes så en opsparingsorganisation uden formel renteberegning. Man fik ikke rente af indskud, men kunne, når ens tur kom, opnå et større rentefrit lån. Dette var den direkte årsag til loven af 2. maj 1934 om visse spare- og udlånsvirksomheder, hvorved der indførtes tilsyn med og regulering af visse former for kollektiv formålsbestemt opsparing.

²⁾ Folketingstidende 1936/37, sp. 6484-92.

vet nedsat og var imod handelsministerens ret til at udpege et medlem af tilsynsrådet også i garantkasserne.

Venstre gav udtryk for, at man principielt ønskede, at en ajourføring af loven burde udskydes, og at man ikke burde skærpe bestemmelserne nu, hvor erhvervslivet havde så hårdt brug for støtte fra sparekasserne. Loven blev derfor gennemført alene med regeringspartiernes stemmer.

Reglen om de sekundære anbringelser blev administreret mildt, og kravet til egenkapitalen blev helt ophævet ved lov af 27. maj 1950, hvorefter sondringen mellem primære og sekundære anbringelser ikke har nogen mening.

Den seneste sparekasselov¹⁾ af 23. december 1959 lempet placeringsreglerne yderligere, idet sparekasserne nu i et vist omfang må købe børs-noterede aktier og i stærkt begrænset omfang må yde smålån uden særlig sikkerhed. Også likviditetsreglerne blev ændret lidt.

Det bør tilføjes, at myndighederne ved administrationen af bank- og sparekasselovene ikke har lagt hindringer i vejen for de senere års stærke koncentrationstendenser. Tværtimod er der i skattelovgivningen gennemført visse skattemæssige lempelser i forbindelse med banksammenslutninger.

Forsikringsselskaber og pensionskasser

Ved lov af 11. maj 1935 blev pensionskasser underkastet forsikringsrådets tilsyn, og placeringsreglerne blev nogenlunde som de, der gjaldt for livsforsikringsselskaber ifølge loven af 29. marts 1904 med senere ændringer.

Også her ændredes bestemmelserne noget i liberal retning ved to love af 13. maj 1959. Både pensionskasser og livsforsikringsselskaber kan nu anbringe noget friere i obligationer – navnlig er de nye obligationsudstedende institutter med, jfr. nedenfor – og 15 pct. af midlerne (forsikringsfonden og dækningen af pensionskassens forpligtelser) kan anbringes frit. Dog er der visse begrænsninger i adgangen til at købe aktier i et enkelt selskab.

Det var ikke de store ændringer, men tendensen er som for sparekasselovens vedkommende ganske klar. Man ønsker at støtte den erhvervsmæssige udvikling ved noget friere placeringsregler.

¹⁾ Årsagen til, at loven blev taget op til revision, var navnlig, at kurstabene på obligationsbeholdningerne – disse kunne optages i regnskabet til gennemsnittet af de sidste ti års kurser – havde ført til en uheldig bogføringspraksis, idet sparekasserne i stort omfang som driftsindtægt (provision) opførte forskellen mellem tilbagebetalingskurs og udstedelseskurs for almindelige pantebreve, jfr. Betænkning angående visse spørgsmål vedrørende sparekassers regnskabsopgørelse, betænkning nr. 230, København 1959. Reglerne herom blev ændret, jfr. lovens § 12, uden at det dog fik reel betydning.

Kredit- og hypotekforeninger. Lånefonden for kortfristede prioritetslån

I sommeren 1933 nedsatte indenrigsministeren en kommission til at foretage en gennemgang af de gældende lovbestemmelser for kreditforeningerne og undersøge, i hvilket omfang en ajourføring og sammendragning af de gældende bestemmelser ville være ønskelig. Endvidere skulle kommissionen undersøge, om hypotekforeningerne også burde være underkastet faste lovregler¹⁾.

Kommissionen afgav betænkning om kreditforeninger den 8. januar 1936 og om hypotekforeninger den 22. januar 1936²⁾. Allerede den 7. april samme år kunne der stadfæstes to love henholdsvis om kreditforeninger og købstadshypotekforeninger (landhypotekforeningerne var allerede underkastet indenrigsministeriets tilsyn). Begge love blev vedtaget enstemmigt.

Der var i realiteten tale om en sammendragning og en forenkling af allerede gældende bestemmelser.

Man drøftede under lovforslagenes behandling at lade ejendomsskyldvurderingerne danne basis for låneudmålingen i stedet for foreningernes egen vurdering, der er en omkostning for låntagerne. Tanken blev dog opgivet ud fra den betragtning, at de offentlige vurderinger afveg for meget fra handelsværdierne.

Forbudet mod udstedelse af kasseobligationer i 4½ pct. og 5 pct. serier blev ved en særlig lov, også af 7. april 1936, ophævet, jfr. omtalen af konverteringsloven, side 190, der havde påbudt lukning af disse serier.

Der var i kommissionen flertal for at bygge obligationsudstedelsen på parirentede obligationer, der i det væsentlige ville udelukke kurstab³⁾. Loven nøjes dog med fri adgang til udstedelse af 4½ pct. og 5 pct. serier, mens udstedelse af obligationer med en højere nominel rente end 5 pct. samt obligationer, der amortiseres til overkurs eller har varierende rente, kun kan ske med samtykke af indenrigsministeren.

¹⁾ I slutningen af 1931 kom Jydsk Landhypotekforening i vanskeligheder. Da der ikke kunne opnås enighed mellem banker, sparekasser, kredit- og hypotekforeninger om en støtteordning, sattes Jydsk Landhypotekforening ved lov af 30. januar 1932 under indenrigsministeriets administration. Udtrækningen af foreningens kasseobligationer udsattes indtil videre, og for en 2-årig periode halveredes renten. Ved lov af 8. december 1933 nedskreves kasseobligationsgælden i 2.-5. afdeling til 80 pct. Herved kunne tabene afskrives, og der kunne ydes fuld rentebetaling af de nedskrevne obligationer. Nedskrivningen gennemførtes med kasseobligationsejernes samtykke, for så vidt som obligationsejere repræsenterende mindst 40 pct. af den enkelte afdelings kasseobligationsgæld kunne have modsat sig både den ved lov af 30. januar 1932 og den ved lov af 8. december 1933 gennemførte ordning og i stedet krævet konkurs.

²⁾ Betænkning vedrørende kreditforeningerne, København 1936 og Betænkning vedrørende hypotekforeningerne, København 1936.

³⁾ Kreditforeningsbetænkningen, side 135-37.

Endelig må nævnes, at kreditforeningerne fremtidig kun måtte udstede obligationer lydende på dansk mønt.

Ved lov af 7. april 1939 gives der kreditforeningerne adgang til i begrænset omfang at yde forhåndslån normalt mod bankgaranti. Der kan altså udstedes kasseobligationer mod pant i en ejendom, der agtes bebygget. Denne bestemmelse fik stor pengepolitisk betydning på en måde, der ikke var forudset under drøftelserne om loven.

Man ønskede at fremme byggeriet, og indenrigsministeren (Dahlgaard) begrundede ved fremsættelsen af lovforslaget den 22. februar 1939 indførelse af forhåndslån med, at „byggeri, der ved projekteringen må regnes for fuldt rentabelt, faktisk til sin tid på grund af kursfaldene bliver ganske urentabelt. Begivenhederne i 1931 afgiver et nærliggende og afskrækkende eksempel herpå¹⁾).

Regeringen havde forinden forhandlet med nationalbanken, som i en skrivelse af 2. december 1938 støtter planen²⁾ og giver tilsagn om, at banken ved eventuelle ekstraordinært store udbud af obligationer „vil, selv om dette i en periode måtte betyde en ekstraordinær tilvækst i bankens obligationsbeholdning, være villig til at bestræbe sig for at imødegå denne tendens³⁾).

Venstre og det konservative medlem, Hasle, går ind for forslaget ved behandlingen i folketetinget. Tonen er noget mere kritisk i landstinget, hvor den konservative ordfører, Lange, går stærkt imod. Han mener, at der vil komme stærkere udsving i obligationskurserne – altså at forventningerne kommer til at virke destabiliserende – og foretrækker oprettelsen af en terminsbørs.

Indenrigsministeren svarer, at ordningen netop – som fremhævet af nationalbanken – vil komme til at virke som en terminsbørs, men at der ikke – som det blev forsøgt i 1928 – var „det tilstrækkelige marked for en sådan terminsbørs for obligationer⁴⁾).

Denne argumentation kan siges at halte noget. Dahlgaard kan dårligt skjule sin irritation over kreditforeningernes modstand mod forslaget. Det oplyses, at 10 af de 12 kreditforeninger har taget afstand fra tanken.

Under debatten forudsatte man stiltiende, at initiativet til optagelse af forhåndslån alene ville komme fra bygherren, mens erfaringen skulle vise, at det i langt højere grad kommer fra bankerne, som i perioder med stram likviditet kan presse væsentlig større obligationsmateriale ud på

¹⁾ Folketingstidende 1938/39, sp. 4310.

²⁾ Samme dag, som loven fremsættes, den 22. februar 1939, giver nationalbanken meddelelse om en sænkning af diskontoen til 3½ pct. med virkning fra den 23. februar.

³⁾ Rigsdagstidende 1938/39, tillæg A, sp. 4806.

⁴⁾ Landstingstidende 1938/39, sp. 1564.

markedet ved at forlange dels mere udbredt anvendelse af forhåndslån, dels at obligationerne skal realiseres hurtigere.

Ved lov af 30. marts 1946 åbnes der for adgang til, at også købstads-hypotekforeningerne kan yde forhåndslån. Det konstateres under debatten i folketinget, at forhåndslånene har været ret stærkt efterspurgt, hvilket dog efter Dahlgaaards mening næppe kan tilskrives en bred indsats fra kreditforeningernes side, da ordningen i 1939 blev modtaget „med skepsis og uvilje af betydende kreditforeningskredse, og da loven var vedtaget, søgte enkelte kreditforeninger at modarbejde dens anvendelse“. Han ønsker en udvidelse af reglerne og navnlig af låneudmålingen. „Det er en rimelig ting, at man under en konjunkturperiode som den, vi har gennemlevet nu, fører en forsigtig udlånspolitik, men hvis forsigtigheden går over en vis grænse, vil det være ensbetydende med, at disse kreditforeningsinstitutioner simpelthen ikke udfører de funktioner, det er deres opgave at udføre“¹⁾.

Adgangen til at yde forhåndslån blev udvidet i 1951 ved love af 14. juni, i 1957 ved lov af 2. april og i 1959 ved lov af 29. maj. Den sidste lempelse var fremkaldt af bestemmelserne om overgang til markedsfinansiering af boligbyggeriet i 1958, jfr. nedenfor. Man forventede, at bortfaldet af statsfinansieringen ville bevirke, at bygherrerne som følge af den større usikkerhed om finansieringsvilkårene i større omfang end tidligere ville søge forhåndslån i kreditforeningerne.

Forhåndslån er kommet til at spille en meget væsentlig rolle i byggeriets finansiering, men som nævnt dirigeret af banksystemets likviditet, hvorfor det næppe kan siges at være en rentemæssig fordel for bygherrerne, hvilket var det oprindelige sigte med bestemmelsen.

Da forhåndslånsordningen mødte stor modstand fra kreditforeningsside i første omgang, fremsatte regeringen i begyndelsen af 1940 forslag om oprettelse af en lånefond for kortfristede prioritetslån. Den vedtoges som lov af 26. februar 1940.

Lånefonden er et statsligt institut, som yder lån – enten kontant eller ved udlevering af kasseobligationer – på basis af lånetilbud fra kredit- og hypotekforeninger med et beløb, der højst svarer til lånetilbud omregnet efter kurserne den 31. august 1939 med fradrag af 3 points. Der er tale om en mellemfinansiering, idet de pantebreve, der udstedes til lånefonden uden samtykke fra efterstående panthavere, til enhver tid kan ombyttes med tilsvarende kredit- og hypotekforeningslån.

Loven forlængedes for et år ved udgangen af 1940 og 1941 – begge gange frarådede nationalbanken med den motivering, at der ville være

¹⁾ Folketingstidende 1945/46, sp. 3939–40.

risiko for, at bygherrerne til skade for sig selv ville komme ind på at vælge kort prioritering i stedet for lang.

Lånefonden har kun ydet lån i en kort periode lige efter dens oprettelse, men loven blev stadig forlænget og blev i 1946 gjort permanent, dog således at fonden kun skal yde lån i perioder, hvor vilkårene for almindelig langfristet prioritering midlertidig skønnes ugunstige. Dette skøn udøves af indenrigsministeren efter forhandling med lånefondens bestyrelse¹⁾.

Man har endnu ikke genoptaget långivningen.

Staten som långiver og garant

Statens rolle på kreditmarkedet har undergået store svingninger i perioden siden 1930. Der skal ikke her foretages en gennemgang af alle de statslige låneordninger. Dette er behandlet udførligt i en betænkning af 1960²⁾.

I hovedtræk kan man skelne mellem tre grupper af motiver for statslig långivning, som alle har været repræsenterede i denne periode.

Den første er lån i akutte nødsituationer. Her kan nævnes statens støtte til bankerne ved forskellige lejligheder – den kendteste er støtten til landmandsbanken – støtten til landbruget under krisen i 1930'erne (henstandslovgivning, gældssaneringslån og forsøget på gennem krisefonden at skabe forudsætning for en rentesænkning), loven af 23. december 1932 om betalingshenstand for Burmeister & Wain under hensyn til de beskæftigelsesmæssige interesser i at opretholde virksomheden o. s. v.³⁾.

Den anden gruppe er, hvad man kunne kalde marginal långivning på områder, hvor de eksisterende institutioner formodes ikke at slå til – landarbejderboliger, grundforbedringslån, fiskeri, småhåndværk o. s. v.

Endelig er der den tredje gruppe, hvor hensigten er at udøve en dominerende indflydelse på kanaliseringen af kreditten og dermed på investeringsernes omfang og sammensætning.

Dette sidste har karakteriseret statens rolle i boligfinansieringen 1946–58 og i langt mindre grad statens udlån via genopbygningsfondene. Det må dog straks understreges, at der næppe har været et stærkt politisk ønske om at komme til at dominere kreditgivningen. Det virker, som om man ret tilfældigt er kommet ind i en omfattende kreditgivning, som man hurtigst muligt har trukket sig ud af igen⁴⁾.

¹⁾ Ved lov af 14. juni 1951 udvides beføjelserne til, at der også kan ydes forhåndslån.

²⁾ Redegørelse for statens udlånsvirksomhed, finansministeriet, København 1960.

³⁾ Ved lov af 28. februar 1933 rekonstrueredes skibsbygningsafdelingen.

⁴⁾ I Fremtidens Danmark, København 1947, side 37, siges det således, at en „statsovertagelse af alle landets banker ikke (vil) være umiddelbart påkrævet“, men der peges på muligheden for at anvisse generelle retningslinier for udlånspolitikken.

De følgende bemærkninger skal begrænses til de principielle problemer i forbindelse med boligfinansieringen og udlånene via genopbygningsfonde.

Det var et led i kanslergadeforliget i januar 1933, at staten i begrænset omfang skulle yde støtte til socialt byggeri under forudsætning af, at der sikredes det offentlige kontrol med de sociale byggeforetagender, og at disses formuer skulle komme nyt boligbyggeri til gode¹). Støtten ydedes i årene 1933-36 i form af billige tredjeprioriteter.

Rammerne udvidedes betydeligt i perioden 1938-46, hvor en større og større andel af boligbyggeriet blev opført med støtte af billige tredjeprioritetslån fra staten. Ydelserne på lånene reduceredes for at modvirke stigningerne i byggeomkostningerne, men de samlede låneudbetalinger var dog af forholdsvis begrænset størrelsesorden, jfr. tabel 19.1, side 312.

Byggestøtteleven af 30. april 1946 var i og for sig en fortsættelse af denne lovgivning. Den byggede på den forudsætning, at der sandsynligvis ville indtræffe et omfattende prisfald, og at man derfor måtte søge at fastholde huslejen på 1939-niveauet²). Herved ville boligproduktionen og beskæftigelsen stabiliseres.

Hverken ved fremsættelsen af lovforslaget eller under debatten i folketinget³), hvor der er bred tilslutning, spores nogensomhelst bekymring over, hvorledes staten skal skaffe midler til at præstere denne finansiering. Dahlgaard (radikal ordfører) nævner dog, at udvalget over for indenrigsministeren har fremhævet, „at kredit- og hypotekforeningerne i deres långivning til det nye byggeri stadig synes at holde sig inden for en så snæver lånegrænse, at det alle forhold taget i betragtning må anses for urimeligt“⁴). Ministeren lovede at tage sagen op, men uden virkning.

Hovedprincippet i loven var, at staten ved kontante lån til høje lånegrænser og lave ydelser støttede et nærmere fastsat antal lejligheder⁵).

I hastigt tempo indtraf to reaktioner, som bragte statens støtte stærkt i vejret. For det første blev hovedparten af byggeriet indrettet således, at det var kvalificeret til støtte. I midten af 1950'erne blev over 90 pct. af boligbyggeriet opført med offentlig støtte. Samtidig gik kredit- og hypotekforeningernes låneudmåling ned fra 50-60 pct. af anskaffelsessummen

¹) Bestemmelserne findes i lov af 11. april 1933, jfr. Redegørelse for statens udlånsvirksomhed, side 80, se også oversigten side 82-83.

²) Loven baseredes navnlig på Det fremtidige boligbyggeri, betænkning afgivet af indenrigsministeriets byggeudvalg af 1940, København 1945.

³) Folketingstidende 1945/46, sp. 2185 ff. og sp. 2303 ff. (1. beh.).

⁴) Anf. st., sp. 4298.

⁵) En gennemgang findes i Bygge- og boligforholdene 1946-56, boligministeriet, København 1957 og O. Grue, Byggevirksomheden og den økonomiske udvikling, København 1967.

til godt 30 pct.¹⁾. Låntager ønskede naturligvis så lidt som muligt af de dyre 1. og 2. prioritetslån for at kunne få mere af de billige statslån.

Som omtalt i afsnit 16 og 17 voldte de stigende statslige udlån til boligbyggeriet vanskeligheder, hvilket var en af årsagerne til, at man ved love af 6. oktober 1954 og 14. april 1955 ændrede principperne for ydelse af statslån. Fremtidig skulle lån ydes til markedsrente, og i stedet skulle der efter bestemte kriterier ydes kvadratmetertilskud for at holde lejen nede. Lånegrænserne blev sænket, og udlånsmidlerne begrænset²⁾.

Det næste skridt kom ved byggestøtteleven af 27. december 1958, hvor staten trak sig ud af den direkte långivning, der blev erstattet med statsgarantier for lån i private realkreditinstitutter. Der blev oprettet en række institutter, jfr. nedenfor, og herefter har kapitalmarkedet overtaget finansieringen af boligbyggeriet. Den offentlige støtte sker i form af direkte subsidier.

Regeringen havde ved sin tiltræden i maj 1957 erklæret, at den ville søge at nedsætte statens udlån til boligbyggeriet, og boligministeren (Bundvad) udtalte i overensstemmelse hermed ved fremsættelsen af lovforslaget den 9. oktober 1958: „Det er et af regeringens mål med en ny boligpolitik at søge at begrænse statens udlånsvirksomhed og dens støtte til boligbyggeriet, således at man kan koncentrere statens ressourcer om hjælp til de befolkningsgrupper, som har særligt behov for støtte. Dette forudsætter, at de private låneinstitutter og andre långivere i højere grad end hidtil er villige til at gå ind i den øvrige boligfinansiering“³⁾.

Statens udlån til boligbyggeri steg i løbet af denne periode (1946–60) fra udestående lån på en kvart milliard kr. til mere end fem milliarder kr., jfr. tabel 19.1, side 312, men det har altså ikke så meget været ønsket om at dominere kreditgivningen, der førte til dette resultat, som en urealistisk lejepolitisk målsætning. Da den viste sig ikke at holde stik, trak staten sig skyndsomt ud af boligfinansieringen.

Statens rolle som långiver via genopbygningsfondene viser ej heller nogen stor iver efter at komme til at dominere kreditmarkedet.

Den 21. juni 1949 fremsætter finansministeren (H. C. Hansen) forslag om oprettelse af en genopbygningsfond på 100 mill. kr. af marshallgave-midlerne, der på det tidspunkt androg i alt ca. 350 mill. kr., hvoraf de 250 mill. kr. skulle afskrives på reguleringskontoen, jfr. side 271.

Motiveringen for genopbygningsfonden var dels at støtte investeringerne, der i langtidsprogrammet var anslået til 7½ milliard kr. i perioden

¹⁾ O. Grue, anf. skr., side 68 og 101.

²⁾ O. Grue, anf. skr., side 105–106.

³⁾ Folketingstidende 1958/59, sp. 59. Synspunktet uddybes under 3. behandling, sp. 1913–14.

1948-52 – de 100 mill. kr. var nærmest en dråbe i havet – dels at modvirke likviditetsstramningen og tendensen til rentestigning¹⁾).

Venstre og konservative går imod med den motivering, at der ikke er likviditetsvanskeligheder, og at man principielt er imod investeringskontrol. Venstre (Himmelstrup) erklærer, at „vi hellere vil være med til at frigive de sidste rester af pengeinstitutternes bundne kassereserver, som vel i dag andrager små 400 mill. kr., fremfor at gå med til et lovforslag som det foreliggende“²⁾, og de konservative (Aksel Møller) udtaler kategorisk: „Der er ingen grund til at tro, at investeringsopgaverne ikke lader sig finansiere af det danske samfund uden statens indblanding“³⁾. De radikale tiltræder, men forslaget gennemføres ikke.

Genopbygningsfonden omtales i trontalen den 4. oktober 1949, og forslaget genfremsættes, men blev liggende i udvalget.

Efter det politiske forlig den 25. marts 1950, jfr. side 274, fremsættes den 10. maj forslag om en genopbygningsfond på 200 mill. kr.⁴⁾, mens ca. 640 mill. kr. afskrives på reguleringskontoen. Venstre begrundet sin tilslutning med, at når „vi alligevel går med til lovforslaget, skyldes det den bestemmelse . . . at indgåede renter og afdrag på lån skal, når de har været ude i omløb, anvendes til afskrivning på statens reguleringskonto i nationalbanken“⁵⁾. Venstre og konservative er dog modstandere af, at lånene ydes til en rente (normalt 3½ pct.), der er lavere end markedsrenten. Loven vedtages af forligets parter.

Nu kommer imidlertid et nyt moment ind i sagen, idet amerikanerne ønsker at presse de danske forsvarsudgifter i vejret ved at betinge sig, at en del af marshallmidlerne anvendes til dækning af forsvarsudgifter.

Den venstre-konservative regering fremsætter den 23. januar 1952⁶⁾ forslag om anvendelse af 300 mill. kr., hvoraf 65 mill. kr. til forsvarsudgifter. Herudover skulle der blive små 300 mill. kr. til afskrivning på reguleringskontoen, hvortil kommer renter og afdrag vedrørende lånene. Renten skal nu være 5 pct.

H. C. Hansen harcellerer over venstres og konservatives ændrede indstilling og sætter spørgsmålstegn ved det betimelige i at inddrage dækning af forsvarsudgifter i denne forbindelse⁷⁾.

Thorkil Kristensen har vanskeligt ved at svare overbevisende. Han erklærer, at stramningen af likviditeten er en rigtig og nødvendig følge af

¹⁾ Folketingstidende 1948/49, sp. 5045-46.

²⁾ Anf. st., sp. 5087.

³⁾ Anf. st., sp. 5095.

⁴⁾ Folketingstidende 1949/50, sp. 4166.

⁵⁾ Anf. st., sp. 4444.

⁶⁾ Folketingstidende 1951/52, sp. 1969.

⁷⁾ Anf. st., sp. 2126 f.

underskuddet på betalingsbalancen, men det er i en sådan situation „mere nødvendigt, end det er under normale forhold, at man holder hus med den begrænsede kredit, der er til rådighed“¹⁾. Det kan næppe kaldes noget klart standpunkt. Han oplyser i øvrigt, at det fra amerikansk side „har været en betingelse ... at en del ... anvendtes til formål, der indirekte eller direkte tjente til forswarets opbygning her eller i andre lande“²⁾.

De to love af 27. maj 1950 og 7. juni 1952 blev suppleret ved love af 31. marts 1953 og 11. juni 1954, hvor den andel, der gik til militære anlægsudgifter, steg betydeligt³⁾.

Statens udlån til erhvervsvirksomheder fortsætter herefter i mindre skala⁴⁾, hvorved man altså holder sig til den marginale udlånsvirksomhed.

Det bør afslutningsvis nævnes, at staten ved garantistillelse (siden 1958) søger at fremme långivningen til egnsudvikling samt, at man i stor udstrækning ved eksportkreditgarantiordningen, der stammer fra begyndelsen af 1920'erne, støtter især industrieksporten⁵⁾.

Nye obligationsudstedende institutter

Mens staten således trak sig ud af den formålsbestemte långivning, oprettedes der i årene 1958–61 seks nye obligationsudstedende institutter, der alle havde offentlig støtte, og hvis långivning er formålsbestemt. Det er en nydannelse i vort kreditsystem at have privat ledede institutter, hvis långivning er afgrænset til bestemte formål.

Nationalbanken spillede som nævnt side 293 en rolle ved oprettelsen af disse institutter, der dækker industri og håndværk, boligbyggeri, landbrug og skibsbygning. Af materiale i nationalbanken fremgår det, at denne lagde meget stærkt pres på bankerne for at få oprettet industrifinansieringsinstituttet og – på boligministerens opfordring – for at få stiftet et tredjeprioritetsinstitut for boligbyggeri.

Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk stiftedes i november 1958 af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation, Danmarks Sparekasseforening, Assurandør-Societetet og Industrirådet med en aktiekapital på 60 mill. kr. Samtidig vedtoges en lov om, at direktører

¹⁾ Anf. st., sp. 2162.

²⁾ Anf. st., sp. 2164.

³⁾ Nationalbankens årsberetninger indeholder oversigter over anvendelsen af marshallmidlerne, jfr. især beretningen 1957, side 26.

⁴⁾ Redegørelse for statens udlånsvirksomhed, finansministeriet, København 1960, side 96 f.

⁵⁾ En historisk oversigt gives i Betænkning om revision af eksportkreditordningen, betænkning nr. 240, København 1960.

m. v. i banker og sparekasser kunne sidde i ledelsen af et sådant selskab. Fremsættelsen af lovforslaget (Philip) er ret lidenskabsløs¹⁾. Ved 1. behandling går partierne varmt ind for forslaget. Den socialdemokratiske ordfører (Hans Rasmussen) bemærker, at selv om „ingen direkte vil pege fingre ad den selvfinansiering, der sker inden for de enkelte virksomheder ... er det ikke utænkeligt, at nye former og nye veje for investering skal prøves i den tid, vi nu går i møde“. Han anfører, at man ved det nye institut „vel også ... kan borttage en del af den kritik, der ofte har været rettet mod bankernes udlånsvirksomhed“ og nævner, at forslaget må ses i sammenhæng med den nye lov om egnsudvikling²⁾.

Instituttets formål er at yde mellemlange lån til industri og håndværk. Midlerne skaffes – bortset fra aktiekapitalen – især ved obligationsudstedelse.

I byggestøtteloven af 27. december 1958 bestemmes i § 4, at boligministeren kan godkende oprettelse af et eller flere finansieringsinstitutter, der skal yde sekundære lån til opførelse eller ombygning af beboelsesejendomme m. v. Også her kan højere funktionærer i banker og sparekasser sidde i ledelsen. Boligministeren lægger megen vægt på under folketingsdebatten at vise sin anerkendelse af de institutioner, der står bag oprettelsen af de nye organer, der skal finansiere tredjeprioriteter via det private kapitalmarked³⁾. I henhold til omtalte lovbestemmelse er oprettet tre obligationsudstedende institutter med det formål at yde tredjeprioriteter til nyt boligbyggeri⁴⁾.

Byggeriets Realkreditfond stiftedes 3. marts 1959 som en selvejende institution med en garantikapital, der var tegnet af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation og Fællesorganisationen af Almennyttige Danske Boligselskaber. Der havde været ført besværlige forhandlinger om oprettelsen siden begyndelsen af 1958.

Der er ikke tale om solidarisk hæftelse for låntagerne. Lån kan ydes indtil 75 pct. af vurderingen. Denne grænse kan dog forhøjes, hvis der ydes garanti af det offentlige, eller der på anden måde stilles passende sikkerhed.

Med samme formål stiftedes Provinsbankernes Reallånefond 12. marts 1959 og Landsbankernes Reallånefond 9. maj 1959. Disse tre fonde dækker tilsammen parcel- og etagebyggeri i hele landet. Opdelingen i tre grupper skyldes interesse modsætninger mellem hovedbankerne, provins-

¹⁾ Folketingstidende 1958/59, sp. 37.

²⁾ Anf. st., sp. 621–23.

³⁾ Anf. st., sp. 1912–19.

⁴⁾ Dette spørgsmål var allerede gjort til genstand for en undersøgelse af et udvalg nedsat i marts 1941, som afgav Betænkning angående tredjeprioritetsselskaber, København 1947.

Tabel 19.1 Udlån fra de vigtigste institutioner på penge- og kapitalmarkedet samt statens udlån

Ultimo ¹⁾	Private bankers udlån ²⁾	Samtlige sparekassers udlån ²⁾	Kreditforeningers restgæld	Hypotekforeningers restgæld	Kommunekreditforeningens restgæld	Nye ³⁾ oblu-udstede-nde insti-tutters restgæld	Statens udlån ⁴⁾	
							I alt	Heraf til bolig-byggeri
	1	2	3	4	5	6	7	8
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
1930	2.020 ⁵⁾	1.756	4.041	451	118	.	320	...
31	2.016 ⁵⁾	1.803	4.185	453	118	.	...	...
32	1.793	1.765	4.262	445	126	.	...	...
33	1.805	1.758	4.435	450	123	.	385 ⁶⁾	...
34	1.862	1.787	4.622	462	122	.	...	...
1935	1.935	1.817	4.711	471	116	.	...	...
36	2.115	1.833	4.787	479	118	.	...	...
37	2.149	1.830	4.882	489	125	.	...	...
38	2.156	1.842	5.008	503	133	.	501	7
39	2.295	1.867	5.088	511	142	.	586	11
1940	2.078	1.803	5.184	522	148	.	640	21
41	1.909	1.760	5.440	532	157	.	719	31
42	2.038	1.778	5.728	539	163	.	763	48
43	1.762	1.801	5.862	538	169	.	832	118
44	1.686	1.794	6.000	539	133	.	855	171
1945	1.855	1.820	6.130	524	125	.	872	223
46	2.667	2.032	6.383	534	137	.	877	257
47	3.303	2.309	6.642	565	165	.	926	307
48	3.941	2.653	6.769	586	202	.	1.013	385
49	4.273	2.929	6.923	616	228	.	1.376	689
1950	4.675	3.251	7.145	664	249	.	1.793	1.047
51	5.062	3.388	7.332	712	278	.	2.307	1.446
52	5.281	3.584	7.537	760	330	.	2.873	1.817
53	5.691	3.833	7.815	823	356	.	3.538	2.312
54	6.112	4.060	8.197	908	415	.	4.239	2.900
1955	6.209	4.202	8.583	1.010	486	.	4.990	3.527
56	6.593	4.449	8.947	1.111	531	.	5.533	3.986
57	6.994	4.734	9.481	1.205	580	.	6.093	4.481
58	7.422	5.200	10.545	1.364	658	.	6.477	4.790
59	8.946	5.894	11.664	1.560	682	16	6.822	5.008
1960	10.412	6.417	12.937	1.824	739	149	7.148	5.195
61	11.740	6.910	14.554	2.115	842	568	7.481	5.260
62	13.399	7.453	16.476	2.417	1.072	1.298	7.675	5.267
63	14.428	8.045	19.016	2.825	1.300	2.134	7.959	5.221
64	16.841	8.979	22.326	3.409	1.579	3.008	8.171	5.155
1965	18.421	9.725	26.047	4.129	1.861	4.893	8.493	5.107
66	21.267	10.983	29.162	4.733	2.036	6.863	8.778	5.051

Fortsættes på næste side.

Tabel 19.1 fortsat.

1 og 2, Bank- og sparekasseinspektørens beretninger.

3, 4, 5 og 6, Statistisk Årbog samt for de seneste år Statistiske Efterretninger.

7 og 8, Statsfinanserne, november 1967. Tallene for 1930 og 1933 er opgivet af Det økonomiske Sekretariat.

¹⁾ Samtlige sparekassers udlån samt statens udlån pr. ult. marts det følgende år.

²⁾ Eksklusive de færøske banker og sparekasser.

³⁾ Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk A/S, Byggeriets Realkreditfond, Landsbankernes Reallånefond, Provinsbankernes Reallånefond, Dansk Landbrugs Realkreditfond og Danmarks Skibskreditfond.

⁴⁾ Eksklusive udlån gennem de offentlige og halvoffentlige lånefonds. I mellemkrigs-årene ydedes en betydelig del af statens finansieringsbistand gennem Fiskeribanken, Statsboligfondens og Lånekassen for Sønderjylland, og en del af statens tilgodehavender for lån til husmandsbrug og boligbyggeri blev transporteret til hypotekbanken, jfr. note 6.

⁵⁾ Inklusive kontokurant i udenlandsk regning, som fra 1932 ikke er indeholdt i tallene.

⁶⁾ Statsboligfondens udlån og de til hypotekbanken transporterede statstilgodehavender for lån til husmandsbrug og boligbyggeri udgjorde ca. 250 mill. kr., jfr. note 4.

bankerne og to banker – Andelsbanken og Arbejdernes Landsbank – der har særlig tilknytning til andelsbevægelsen respektive fagbevægelsen. Til disse institutioner kommer en særlig tredjeprioritetsordning, der formidles gennem sparekasserne.

Dansk Landbrugs Realkreditfond stiftedes i oktober 1960 af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation og Danmarks Sparekasseforening i samarbejde med De samvirkende danske Landboforeninger og De samvirkende danske Husmandsforeninger.

Ved lov af 7. juli 1960 var der skabt hjemmel for oprettelsen af et landbrugsfinansieringsinstitut med det formål at yde sekundære lån mod pant i ejendom, besætning og inventar fortrinsvis til modernisering af bygninger og andre investeringer i jord, bygninger, maskiner eller besætning samt formidling af generationsskiftet. Låneandragender indsendes gennem pengeinstitutterne, som efter de nugældende bestemmelser påtager sig at deltage i tegningen af en kollektiv garantikapital svarende til 5 pct. af restgælden.

Initiativet var taget af landbrugsministeren (Skytte), der ved fremsættelsen af lovforslaget oplyste, at man havde overvejet forskellige statslige ordninger, men havde foretrukket et privat institut i lighed med Byggeriets Realkreditfond¹⁾. Forslaget mødte velvilje fra alle sider.

Endelig stiftedes Danmarks Skibskreditfond den 6. juni 1961 af Dan-

¹⁾ Folketingstidende 1959/60, sp. 5551.

Tabel 19.2 Tilgodehavender i de vigtigste institutioner på penge- og kapitalmarkedet

Ultimo ¹⁾	De private bankers indlån	Samtlige sparekassers indlån	Tilgodehavender i livsforsikrings- selskaber ²⁾	Tilgodehavender i pensionskasser
	1	2	3	4
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
1930	2.106 ³⁾	2.199	668	...
31	1.956 ³⁾	2.189	...	...
32	1.867	2.182	...	...
33	1.972	2.200	...	...
34	2.064	2.205	...	...
1935	2.097	2.202	989	...
36	2.181	2.211	...	...
37	2.220	2.220	...	...
38	2.317	2.264	...	313
39	2.469	2.180	...	353
1940	2.629	2.203	1.333	367
41	3.119	2.439	1.429	390
42	3.549	2.723	1.532	408
43	4.197	3.158	1.669	430
44	5.230	3.769	1.810	462
1945	5.881	4.272 ⁴⁾	1.918	496
46	4.756	4.485	2.049	539
47	5.415	4.666	2.171	618
48	5.368	4.769	2.318	669
49	5.506	4.934	2.478	709
1950	5.728	4.993	2.646	767
51	5.862	4.991	2.816	829
52	6.250	5.169	2.962	913
53	6.653	5.409	3.148	981
54	6.653	5.510	3.344	1.064
1955	6.909	5.688	3.528	1.120
56	7.398	5.961	3.763	1.185
57	7.872	6.299	3.952	1.261
58	9.233	6.853	4.218	1.334
59	10.451	7.436	4.511	1.674
1960	11.090	7.876	4.854	1.783
61	12.260	8.460	5.179	1.924
62	13.453	9.083	5.535	2.127
63	15.506	9.946	6.035	2.312
64	17.450	10.787	6.597	2.618
1965	19.355	11.722	7.224	2.864
66	22.167	12.898	...	...

Fortættes på næste side.

Tabel 19.2 fortsat.

1 og 2, Bank- og sparekasseinspektørens beretninger.

3 og 4, E. Hoffmeyer, Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet, København 1960, bilag 4, side 157-58. Fra og med 1959 er tallene videreført efter Forsikringsrådets og Statsanstalten for Livsforsikrings beretninger.

¹⁾ Sparekassernes indlån er pr. ult. marts det følgende år.

²⁾ Erstatningsreserve, præmiereserve (genforsikringsandel i disse reserver) og bonusfonds. Tallene inkluderer Statsanstalten for Livsforsikring.

³⁾ Inklusive kontokurant i udenlandsk regning, som fra 1932 ikke er indeholdt i tallene.

⁴⁾ Til og med 1945 indeholdes indlån fra banker og sparekasser i samtlige sparekassers indlån. Indlån fra banker og sparekasser udgjorde pr. 31. marts 1946 54 mill. kr.

marks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation, Danmarks Rederiforening, Foreningen af Jernskibs- og Maskinbyggerier i Danmark og Assurandør-Sociétéet.

Initiativet var udgået fra regeringen og nationalbanken og må ses på baggrund af den tiltagende internationale konkurrence blandt værfterne ikke mindst vedrørende salg af skibe på kredit¹⁾.

Lovforslaget om et skibsfinansieringsinstitut²⁾, der dels giver stempelbegunstigelse, dels giver adgang til, at de garantitegnende banker kan blive repræsenteret i ledelsen, fik en let gang gennem folketinget. Loven er af 17. maj 1961.

De nye institutters lånevilkår er navnlig karakteriseret ved, at løbetiden er kortere end for de traditionelle obligationsudstedende institutter, for industrilån 5-15 år, for skibe normalt inden for 8 år, for landbrug 5-30 år og for byggeri op til 30-45 år.

Det kan uden overdrivelse siges, at der gik mode i oprettelsen af nye obligationsudstedende institutter, og de blev hjulpet til verden, bl. a. ved at nationalbanken dels deltog i stiftelsen, dels indførte særlige belåningsordninger for institutternes obligationer, jfr. side 296.

Man sporer ikke nogetsteds i materialet vedrørende oprettelse af disse obligationsudstedende institutter nogen ængstelse for, om kapitalmarkedet kan opsuge en sådan ekstra tilgang af obligationer. Det ses af figur 19.1, at obligationsudstedelsen fra disse institutter har været overordentlig stor i de forløbne år.

Hertil kommer, at de nye institutter har animeret de ældre til at være mere liberale med låneudmålingen. Herved er der fremkommet et konkurrenceelement i obligationsudstedelsen, som ikke har været kendt før.

¹⁾ Fondens beretning og regnskab 1961 indeholder en historisk oversigt over støtten til skibsbelåningen.

²⁾ Fremsat 14. marts 1961, folketingstidende 1960/61, sp. 2032.

Fig. 19.1 Udlån fra de vigtigste institutioner på penge- og kapitalmarkedet samt statens udlån 1931-66, jfr. tabel 19.1

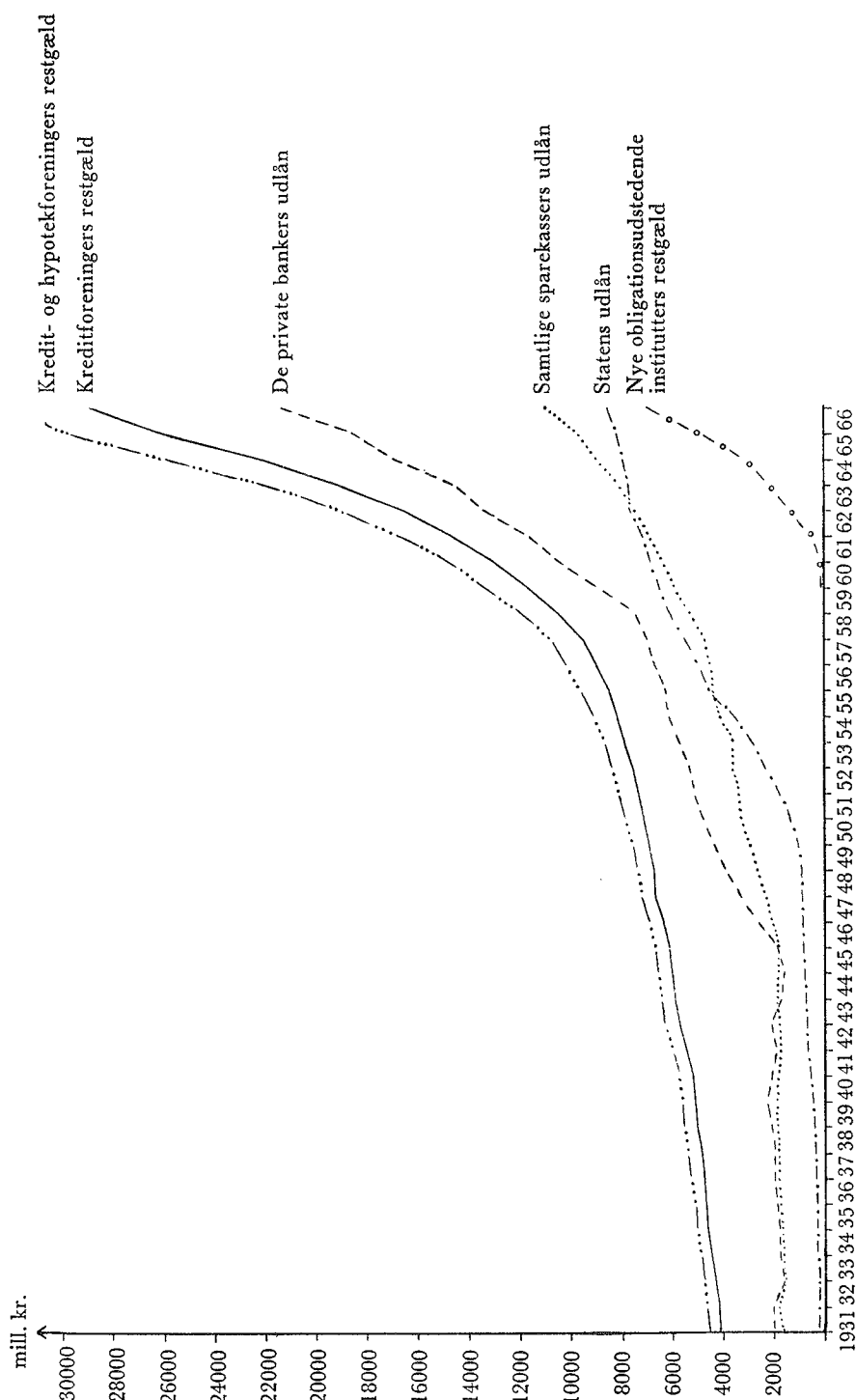
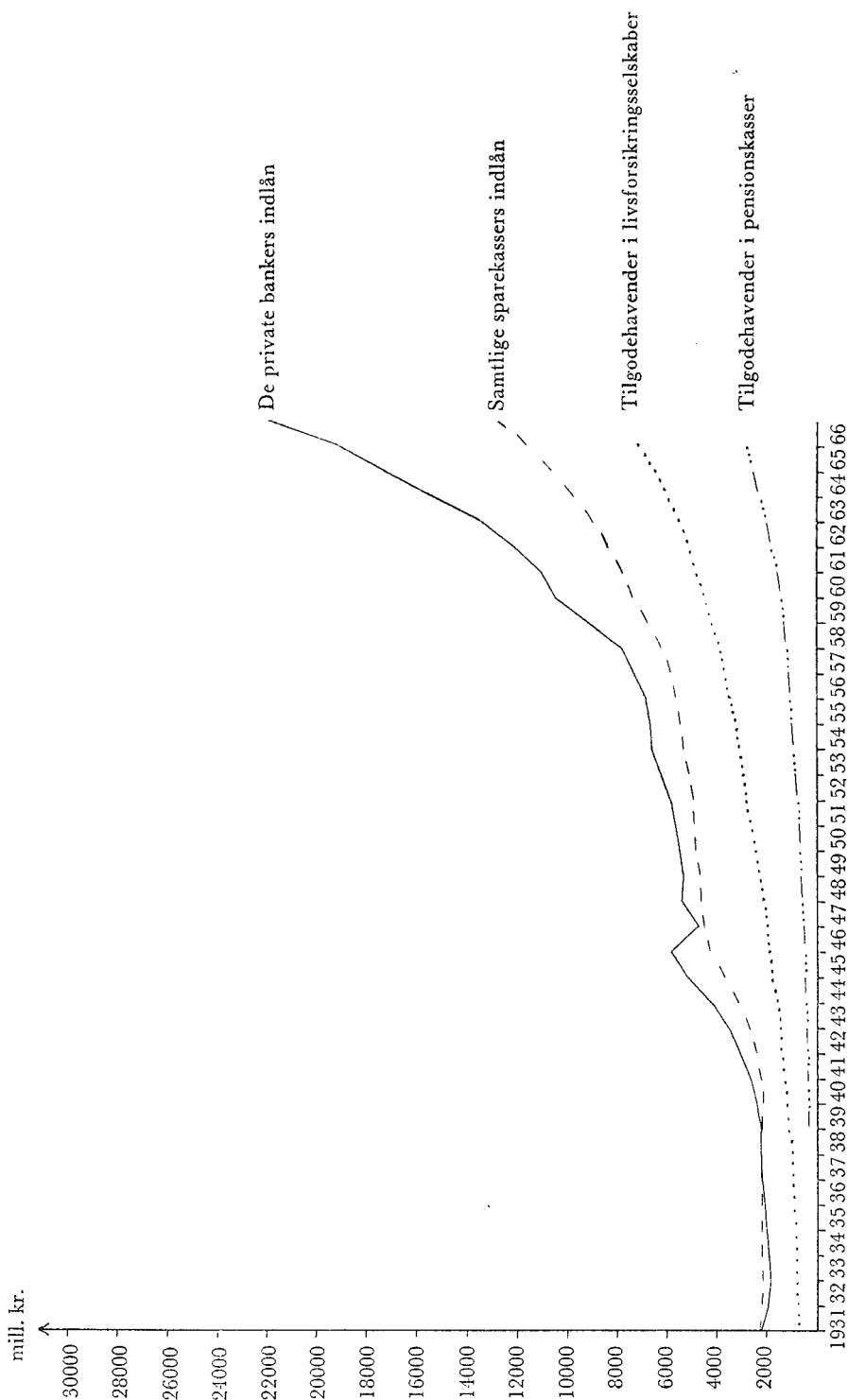


Fig. 19.2 Tilgodehavender i de vigtigste institutioner på penge- og kapitalmarkedet 1931-66, jfr. tabel 19.2



Statistisk oversigt

Der foreligger ikke mulighed for at belyse udviklingen i fordringsbalancen mellem de forskellige sektorer i perioden siden 1930.

Man må nøjes med en mere primitiv oversigt over udviklingen i de vigtigste institutioners gæld og tilgodehavender, som fremgår af figur 19.1 og 19.2, jfr. de tilsvarende tabeller.

Figurerne illustrerer klart styrken i den ekspansion, der begyndte i midten af 1950'erne. Den blev navnlig finansieret af bankerne, der afgørende distancerede sig fra sparekasserne – frem til 1945 havde udviklingen været parallel for de to grupper af institutioner.

Den anden betydende faktor i finansieringen var obligationsudstedelsen – dog her regnet nominelt, jfr. tabel 19.1, side 312, hvorfor tal og kurver overdriver den faktiske finansiering – der efter afvikling af statens långivning voksede overordentlig stærkt. Dette gælder både de traditionelle institutioner – kredit- og hypotekforeninger – og de ovenfor omtalte nye obligationsudstedende institutter.

20. Pengepolitikens betydning

Banksystem og kapitalmarked

Det er næppe for meget sagt, at pengepolitiske problemer har spillet en stor rolle i den politiske debat såvel tidligere som i den periode, der dækkes af denne del af pengehistorien.

Man må derfor naturligt spørge, om pengepolitikken har så stærke virkninger, at der er fornuft i de til tider lidenskabelige diskussioner, der har været ført.

Hovedvægten i fremstillingen i disse bind har været lagt på at belyse samspillet mellem den økonomiske udvikling og de pengepolitiske beslutninger, mens der – i modsætning til tidligere afhandlinger – ikke har været foretaget vurderinger af udviklingen ud fra bestemte penge-teoretiske synspunkter. Det skal da heller ikke forsøges i dette afsluttende afsnit at foretage en omfattende vurdering af pengepolitikens betydning. Derimod kan det være nyttigt at give en oversigt over de relationer, der har betydning for vurderingen af pengepolitikens effektivitet og knytte nogle få kommentarer til udviklingen.

Historisk har det været banksystemets og kapitalmarkedets likviditet og sammenhængen mellem disse to, der har stået i centrum for de konkrete pengepolitiske overvejelser. Man kan sige det på den måde, at det stadige problem gennem århundrederne har været, hvorledes man kunne få tilstrækkelig likviditet til at finansiere økonomisk ekspansion – og til tider store statsudgifter – men samtidig ikke så stor likviditet, at stabiliteten blev sat over styr.

Før indførelse af banker fungerede kredit- og kapitalmarkedet stærkt decentraliseret, men som regel underkastet maksimalrentebestemmelser¹⁾,

¹⁾ Det er tidligere, jfr. navnlig bind 1, side 263, omtalt, at maksimalrentebestemmelsen i Danske Lov 5-14-5 på 6 pct. efterhånden blev ophævet. Ved lov af 6. april 1855 bestemtes, at maksimalrenten – nu 4 pct. – fremtidig kun skulle gælde for udlån i fast ejendom. Lån gennem de obligationsudstedende institutter var undtaget. Højere rente kunne dog tillades ved bevilling, der efterhånden blev mere og mere automatisk, jfr. den historiske oversigt i bemærkninger til lovforslaget om renten af udlån mod pant i fast ejendom, rigsdagstidende 1940/41, tillæg A, sp. 3077-81. Yderligere blev lån til underkurs anvendt i vid udstrækning, selv om det antoges ikke at være i overensstemmelse med loven. Ved lov af 3. juli 1942 ophævedes maksimalrenten. Man sørgede dog for at tilgodese konverteringsinteressen ved en bestemmelse om, at kreditor skulle indrømme stadig længere uopsigelighe, jo lavere kursen var – dette er klart en tilskyndelse til at optage højtforrentede lån, jfr. indenrigsministerens bemærkninger ved fremsættelsen af lovforslaget den 7. marts 1941 (det blev genfremsat i næste rigsdagssamling), folketingstidende 1940/41, sp. 1460.

således at kreditrationering var den faktor, der umiddelbart blev varieret på, når der skete ændringer i udbud og efterspørgsel.

Oprettelse af seddeludstedende banker var som regel motiveret med ønsket om at fremme den økonomiske vækst samt – i mere afdæmpede udtryk – at yde staten kredit.

Det viste sig hurtigt, at det var nødvendigt at opstille regler for seddelbankens kreditudvidelsesmuligheder – det vil sige fastsætte likviditetsregler, som skulle fremkalde et reaktionsmønster fra bankens side, således at der blev en passende balance mellem hensynene til vækst og stabilitet.

Sammenhængen mellem seddelbank og kapitalmarked var om end ikke ganske ubetydelig så dog for det meste indirekte. Den stigende økonomiske integrering medførte, at kapitalmarkedet blev mere homogent både geografisk og mellem erhverv, således at sammenhængen mellem bank og kapitalmarked blev mere åbenbar.

Efterhånden kom andre pengeinstitutter til, og der udkrystaliseredes en arbejdsdeling, hvorefter den likviditet, der blev skabt af den seddeludstedende bank, fungerede som en slags styremekanisme for den egentlige pengeskabelse, der nu foregik gennem forretningsbankerne, mens sparekasserne i lange tider havde tendens til at forblive rene kapitalmarkedsinstitutter. Problemet blev herefter, hvor effektiv denne styremekanisme var.

Hvor meget betyder bankernes likviditet og dermed den indirekte påvirkning af kapitalmarkedets likviditet for den økonomiske udvikling?

I praksis bliver det en diskussion om betydningen af bankernes kreditgivning og obligationsrenten, som begge har været i centrum for diskussionen – ikke mindst siden 1931.

Man har ikke i så høj grad, som det er sket i de senere år, beskæftiget sig med problemerne om forbindelsen mellem likviditeten i økonomien og den stigende grad af intermediation – herved forstås, at et institut træder imellem indskyder, der med kort varsel kan trække sine penge ud, og låntager, som får længere tid til at betale tilbage. Bankernes pengeskabelse er naturligvis udtryk for intermediation, og den har som nævnt været diskuteret, men den, der sker gennem andre institutter, har ikke været fremdraget. Det eneste klare eksempel på, at den har spillet en praktisk rolle, er, at sparekasserne i 1943 blev inddraget under kassebindingsreglerne med lempeligere satser end bankerne¹⁾.

De uhyre vanskelige spørgsmål, der melder sig, når man skal vurdere time-lags i pengepolitikken – d. v. s. den tidsmæssige udstrækning af virkningen af et pengepolitisk indgreb – har man ikke i den praktiske politik beskæftiget sig med i den her omhandlede periode.

¹⁾ Dette er ligeledes tilfældet med udlånsaftalerne af 1965 mellem banker, sparekasser og nationalbanken.

Derimod har der med mellemrum været ført omfattende drøftelser af mulighederne for at påvirke kanaliseringen af kreditstrømmene. Det gælder f. eks. kreditrationeringen lige efter devalueringen i 1931, begrænsningen af byggeaktiviteten i 1935-36, diskussionen om kreditrationeringen i 1947-48, genbelåning af byggelån 1948-50 og 1951-54, genopbygningsfondene 1950-54, prioritetsskalaen for bankernes udlån i 1951, boligstøtelånene 1946-58 samt oprettelsen af de nye obligationsudstedende institutter 1958-61. Afvejningen af, i hvor vid udstrækning de samfundsmæssige og markedsmæssige prioritetsrækker falder sammen, er omtalt i afsnit 19.

Bemærkningerne i denne sammenhæng skal begrænses til de to første centrale problemer i den pengepolitiske diskussion: bankernes likviditet, der antages at være styremekanismen for bankernes pengeskabelse, og sammenhængen mellem obligationsrenten og hele systemets likviditet. De øvrige forhold: intermediation, time-lags og kanaliseringseffekt tages ikke op.

Bankernes kreditudvidelse

I nedenstående oversigt er anført tal for bankernes nettolikviditet i en meget snæver definition bestående af deres indskud i nationalbanken minus deres gæld til nationalbanken plus deres nettovalutabeholdning, som de uden vanskeligheder kan sælge til nationalbanken. Der er anført udvalgte år fra 1929 til 1966.

	Ultimo årene				
	1929	1939	1949	1959	1966
	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
Tilgodehavender i nationalbanken	50	102	537*)	703	686
Gæld til nationalbanken	102	118	9	460	1.615
Nettostilling over for nationalbanken..	- 52	- 16	528	243	- 929
Nettostilling over for udlandet.....	41	56	- 15	297	- 178
Umiddelbar likviditet	- 11	40	513	540	-1.107

*) Eksklusive indestående på kassereservekonti 229 mill. kr.

Dernæst er i tabel 20.1 på årsbasis angivet bevægelser i bankernes udlån og bevægelser i deres nettolikviditet ifølge ovennævnte definition for årene fra 1930 til 1966. Som følge af ændringer i opgørelsen af de private bankers valutastilling afviger bevægelsestallene fra de ovenstående statustal. Ud over de ændringer, som fremgår af bevægelsestallene, forringedes bankernes valutastilling med 2 mill. kr. i 1932 og 169 mill. kr. i 1965 ved omlægning af statistikken. Desuden er i tabellens højre side oplyst, hvor-

Tabel 20.1 Bankernes udlån og likviditet

	Bankernes udlånsstigning		Stigning i						
	1	2	Tilgodehaven-der i national-banken	Heraf på kasse-reserve-konti	»Frie« tilgodehaven-der	Gæld til national-banken	»Frie« nettotilgodeha-vender i national-banken	Netto-stilling over for udlandet	Umid-delbar likviditet
	mill. kr.	pct.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.
1930....	27	1,4	10	.	10	- 29	39	- 26	13
31....	- 4	- 0,2	- 13	.	- 13	74	- 87	- 32	-119
32....	- 223	-11,1	66	.	66	-111	177	5	182
33....	12	0,7	- 52	.	- 52	7	- 59	34	- 25
34....	57	3,1	38	.	38	12	26	- 32	- 6
1935....	73	3,9	- 22	.	- 22	- 1	- 21	- 7	- 28
36....	180	9,3	- 21	.	- 21	35	- 56	0	- 56
37....	34	1,6	30	.	30	- 18	48	17	65
38....	7	0,3	30	.	30	- 10	40	26	66
39....	139	6,4	- 14	.	- 14	57	- 71	32	- 39
1940....	- 217	- 9,5	186	.	186	- 98	284	- 32	252
41....	- 169	- 8,1	447	.	447	- 19	466	- 21	445
42....	129	6,8	107	532	-425	4	-429	- 11	-440
43....	- 276	-13,5	937	427	510	- 4	514	- 12	502
44....	- 76	- 4,3	760	646	114	- 1	115	0	115
1945....	169	10,0	261	395	-134	1	-135	106	- 29
46....	812	43,8	- 456	- 205	-251	2	-253	- 4	-257
47....	636	23,8	-1.063	-1.088	25	1	24	- 56	- 32
48....	638	19,3	- 591	- 240	-351	4	-355	4	-351
49....	332	8,4	76	- 238	314	1	313	- 45	268
1950....	402	9,4	- 338	- 229	-109	12	-121	- 6	-127
51....	387	8,3	24	.	24	57	- 33	- 33	- 66
52....	219	4,3	33	.	33	- 1	34	10	44
53....	410	7,8	- 44	.	- 44	57	-101	11	- 90
54....	421	7,4	- 81	.	- 81	197	-278	- 2	-280
1955....	97	1,6	45	.	45	-148	193	56	249
56....	384	6,2	- 65	.	- 65	- 55	- 10	59	49
57....	401	6,1	- 8	.	- 8	69	- 77	165	88
58....	428	6,1	488	.	488	120	368	187	555
59....	1.524	20,5	- 117	.	-117	143	-260	-135	-395
1960....	1.466	16,4	- 217	.	-217	50	-267	-328	-595
61....	1.328	12,8	92	.	92	106	- 14	-170	-184
62....	1.659	14,1	180	.	180	375	-195	-385	-580
63....	1.029	7,7	50	.	50	-609	659	206	865
64....	2.413	16,7	- 12	.	- 12	366	-378	-350	-728
1965....	1.580	9,4	1	.	1	149	-148	595	447
66....	2.846	15,4	- 111	.	-111	718	-829	126	-703

Modsvares af stigning i									
Statens gæld til national- banken	Valuta- stilling	Tilgode- haven- der hos besættel- sesmagt- en	National- bankens guld- behold- ning	National- bankens beholdn. af obliga- tioner og aktier	National- bankens øvrige netto- aktiver	Seddel- omløb (stigning-)	Kasse- reserve (stigning-)	Umid- delbar likviditet	
10	11	12	13	14	15	16	17	10 til 17 = 18	
mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	mill. kr.	
1	- 16	.	0	13	8	7	.	13	1930
22	- 116	.	-28	- 2	- 9	14	.	-119	 31
67	- 14	.	-11	97	28	15	.	182	 32
66	- 3	.	-	- 26	- 19	- 43	.	- 25	 33
82	- 88	.	0	22	- 10	- 12	.	- 6	 34
53	- 3	.	-15	- 47	- 18	2	.	- 28	1935
- 39	38	.	0	- 44	4	- 15	.	- 56	 36
- 37	131	.	0	23	- 34	- 18	.	65	 37
- 85	99	.	0	97	- 21	- 24	.	66	 38
160	- 122	.	0	62	20	-159	.	- 39	 39
- 279	11	781	- 3	- 62	- 54	-142	.	252	1940
- 148	33	836	-17	- 28	-130	-101	.	445	 41
- 327	- 44	693	0	- 53	- 36	-141	- 532	-440	 42
- 394	- 25	1.837	- 1	- 24	- 88	-376	- 427	502	 43
-1.350	- 4	2.662	0	31	-279	-299	- 646	115	 44
7.010	268	-6.809	-14	- 7	-179	97	- 395	- 29	1945
- 7	- 666	.	0	25	258	- 72	205	-257	 46
-1.021	- 265	.	-12	12	174	- 8	1.088	- 32	 47
- 746	87	.	0	6	35	27	240	-351	 48
- 144	184	.	- 1	- 17	21	- 13	238	268	 49
- 94	- 291	.	0	18	93	- 82	229	-127	1950
129	171	.	0	- 5	-253	-108	.	- 66	 51
- 395	327	.	0	328	- 66	-150	.	44	 52
- 90	- 6	.	0	34	124	-152	.	- 90	 53
298	- 508	.	0	- 11	- 32	- 27	.	-280	 54
210	- 13	.	-	80	44	- 72	.	249	1955
40	67	.	-	- 33	131	-156	.	49	 56
- 349	504	.	-	- 4	- 4	- 59	.	88	 57
18	807	.	-	20	- 80	-210	.	555	 58
- 475	380	.	-	- 74	24	-250	.	-395	 59
- 400	- 138	.	-	24	32	-113	.	-595	1960
313	- 185	.	-	50	- 49	-313	.	-184	 61
- 180	- 563	.	-	373	- 24	-186	.	-580	 62
- 586	1.709	.	-	130	- 57	-331	.	865	 63
-1.569	808	.	-	433	-118	-282	.	-728	 64
- 402	3	.	-	1.374	-203	-325	.	447	1965
- 893	136	.	-	839	-321	-464	.	-703	 66

Fortsættes på næste side.

Tabel 20.1 fortsat.

1 og 2, tabel 19.2.

3, 4 og 6, E. Hoffmeyer, Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet, København 1960. Efter 1959 nationalbankens Monetary Review.

10, 12, 13 og 16, bilagstabel I, II, V, X, XIII og XIV, efter 1960 nationalbankens Monetary Review.

8 og 11, de private bankers valutastilling: månedsbalancetal fra Statistiske Efterretninger, for 1930-32 dog statustal fra Banktilsynet 1920-45. Nationalbankens valutastilling: bilagstabel XIV, 1940-45 eksklusive mellemværender med besættelsesmagten. Efter 1960 nationalbankens Monetary Review.

14, indtil 1950 forskydninger mellem månedsbalancetal ifølge bilagstabel I. Fra og med 1950 forskydninger mellem statustal og månedsbalancetal ifølge nationalbankens årsberetning.

15, afspejler bl. a. sparekassernes indeståender herunder kassereservekonti, kreditforeningernes deponeringer, deponeringskonti i henhold til metervareordningen og investeringsfonds, se bilagstabellerne VIII og IX.

ledes disse ændringer er opstået – om de skyldes statstræk på nationalbanken, ændring i valutabeholdningen, nationalbankens køb og salg af obligationer etc.

Hvis man analyserede denne tabel så at sige naturalistisk, ville det være let at udpege en række år, hvor pengepolitikken synes at have virket efter hensigten.

I 1931-33 var der nedgang og stagnation i bankernes långivning, men det må erindres, at der, jfr. side 168 ff., også blev indført importregulering, og at man i 1932 forsøgte at gennemføre en krediteksponation.

Den pengepolitiske stramning i 1935 ses ikke af tallene – naturligvis ses heller ikke, hvad der ville være sket, hvis den ikke var gennemført. Derimod ses afsvækkelsen i 1937, der var kombineret med den skærpelse af importreguleringen, der blev gennemført i slutningen af 1936.

Besættelsestiden behøver ikke nogen særlig kommentar. Udlånsstigningen i 1942 skyldes stigningen i boligbyggeriet, og udlånsstigningen i 1945 falder i årets sidste halvdel. Ellers er perioden præget af tilbagebetaling af udlån.

Så kommer den kraftige udlånseksponation op til 1950, hvor likviditeten ikke var nogen bremse for bankerne, og hvor importregulering og materaletildeling var dominerende for produktionens udvikling.

I 1950'erne er vi tilbage i et mere normalt billede. Der kan spores bremsning i 1952 (støttet af den finanspolitiske stramning 1950-51) og 1955 (atter støttet af finanspolitikken).

Fra 1959 kommer de stærke ekspansionsår kun afbrudt i 1963 (efter den

finanspolitiske stramning i sommeren 1962) og til dels i 1965 (støttet af en afmatning af investeringerne).

En sådan hastig gennemgang viser kun, hvor vanskeligt det er at bedømme virkningen af pengepolitiske indgreb. Man kan ikke vide, hvad der ville være sket uden indgreb, og der foretages som regel en indsats med anvendelse af både finanspolitik og pengepolitik og eventuelt andre midler.

Det gælder imidlertid – som også for finanspolitikken – at marginale virkninger kan være ganske betydningsfulde. En forøgelse af udlånene med f. eks. 100 mill. kr. i en periode vil ved en timeløn på 15 kr. og en lønkvote på 50 pct. direkte skabe beskæftigelse for mere end 1.500 „hel-årsarbejdere“, hvilket kan have en betragtelig virkning på beskæftigelsesgraden – i sommermånederne i 1960'erne har arbejdsløsheden ofte varieret mellem 5.000 og 10.000 svarende til $\frac{1}{2}$ til 1 pct. af de tilmeldte arbejdere.

Det antages ofte, at pengepolitikken ikke virker med stor effektivitet i det korte løb – uden at man dog gør sig den ulejlighed at specificere betydningen af marginale ændringer – men at man på længere sigt har en klar sammenhæng mellem likviditet og den nominelle værdi af den samlede produktion.

Dette kan utvivlsomt konstateres, men det afgørende spørgsmål er, om udviklingen i den samlede likviditet er bestemt af efterspørgselen eller af banksystemets likviditet – altså hvor effektiv styremekanismen er på lang sigt.

Til belysning heraf kan man meget primitivt tage perioden som helhed, jfr. følgende oversigt:

	Ændring i bankers nettolikviditet	Ændring i bankers udlån
	mill. kr.	mill. kr.
1930-39	+ 53	+ 302
1940-45	+ 845	- 440
1946-49	- 372	+ 2.418
1950-56	- 221	+ 2.320
1957-60	- 347	+ 3.819
1961-66	- 883	+ 10.855
I alt	- 925	+ 19.274

Det er jo en ganske god præstation at starte med en nettolikviditet på -11 mill. kr. og ende med en på -1.107 mill. kr., jfr. side 321 (inklusive den ovenfor nævnte forringelse på 171 mill. kr. som følge af ændrede opgørelsesmetoder) samtidig med, at udlånene er steget op mod 20 milliarder kr.

Der er ikke her taget hensyn til ændringer i sæsonsvingninger. Udvik-

lingen i statsfinanserne har medført stærkere udsving med kraftige stramninger ultimo kvartalsmånederne. Dette påvirker selvsagt muligheden for nulpunktsforskydning, jfr. nedenfor.

Udviklingen fra 1930 til 1966 har to nærliggende forklaringer, der på en vis måde hænger sammen.

Den første vedrører målingen af bankernes likviditet. Det er en kendt sag, at likviditet kan defineres som kassebeholdning plus lånemuligheder (i hvert fald de automatiske), der som regel ikke kan måles.

Af gennemgangen i de foregående afsnit fremgår, at ændringer i kreditmuligheder i nationalbanken og i udlandet til stadighed har været et vigtigt element i pengepolitikken, men det er ikke muligt at give talmæssigt udtryk for lånemulighederne. Det er klart, at man i en given situation kan sige, at der er givet f. eks. så og så mange tilsagn om genbelåning af byggelån, men når det drejer sig om obligationsbelåning eller lån i udlandet, er det ikke muligt at foretage en realistisk vurdering af omfanget af de samlede lånemuligheder.

Dernæst må man gøre sig klart, at en ting er de faktiske lånemuligheder, en anden er, om bankerne venter, at der vil blive åbnet for nye, når de gamle tørrer ud¹). Det vil sige, at der i likviditeten også indgår et forventningselement med hensyn til myndighedernes reaktion på en nedgang i kassebeholdningen, jfr. f. eks. diskussionen om kassereservelovene i slutningen af 1940'erne.

Dette fører over i det andet element i forklaringen, som kan kaldes en nulpunktsforskydning.

Traditionelt vil man sige, at bankerne vil reagere, når kassebeholdningen har nået et vist punkt, men hvis dette punkt ikke ligger fast, står man i virkeligheden fra et analytisk synspunkt i en meget vanskelig situation²). Ændrer nulpunktet sig kontinuert, og da hvor hurtigt eller i ryk, og da hvor store? Her står en statistisk undersøgelse over for næsten uoverstigelige vanskeligheder.

Ved udformningen af pengepolitikken fremkommer således et komplementært aspekt, idet myndighederne arbejder ud fra forudsætningen om et nulpunkt og samtidig påvirker det, uden at man præcist er klar over den indbyrdes sammenhæng. Dette er vel den væsentlige forklaring på, at udformning af pengepolitik ikke kan betragtes som rent mekanisk, men at der i højere grad end for finanspolitikens vedkommende er tale om, at indgrebenes udformning og udførelse har betydning.

¹) Der kan også være tale om mere eller mindre modvillighed mod at benytte eksisterende ordninger, f. eks. rediskontering af veksler, se side 277.

²) Jørgen Pedersen og C. E. Sørensen, Hvorledes reagerer bankerne? *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1950 mente at have fundet et fast mønster, idet de fandt, „at majoriteten af bankerne ikke vil udvide kreditten på basis af lån i nationalbanken“, side 123.

Obligationsrenten

Det antages almindeligvis, at en ændring af bankernes likviditet ad forskellige kanaler omsætter sig i en modsat rettet virkning på obligationsrenten¹⁾. Dette skyldes en substitutionsvirkning – f. eks. at vanskeligheder ved at få lån i bankerne presser flere lånsøgere over på obligationsmarkedet; men dette modvirkes af en spekulationsvirkning, idet f. eks. en stigning i obligationsrenten, der ventes at blive midlertidig, udløser en øget efterspørgsel efter obligationer til lave kurser, som vil kunne sælges med fortjeneste, når kurserne igen er steget. Herved bliver passive kassebeholdninger (indskud i banker og sparekasser) aktiverede. Samtidig vil måske nogle, der ønsker at sælge obligationer for at øge udlånene, undlade at gøre dette, fordi der må konstateres et regnskabsmæssigt tab. De to sidste forhold skulle altså bidrage til at begrænse udsvingene i obligationsrenten.

I fire diagrammer, side 328 og 329, er angivet obligationsrenten for et typisk papir i en åben serie kvartalsvis fra 1930 til 1967 samt nationalbankens diskonto, hvis bevægelser traditionelt påvirker indlåns- og udlånsrentesatser i banker og sparekasser.

Man kunne ligeledes her foretage en naturalistisk gennemgang og forklare udsvingene i renten.

Krisen i 1931 og støttøkøbene i 1932 forklarer den første pukk. Konverteringsforsøget anes, men navnlig ses det, da det må opgives i januar 1935. Næste stigning kommer ved den øgede økonomiske aktivitet i 1936–37.

Krigen giver anledning til en panikartet, men kortvarig stigning i renten, der herefter siver ned til ca. 3½ pct. i 1945, kun afbrudt af en kortvarig stigning lige efter nytår 1943 i forbindelse med en stigning i byggeaktiviteten.

Fastlåsningen af renten fra 1945 til sommeren 1947 i overensstemmelse med indbetalingsreglerne for engangsskatten, jfr. side 260, afløses af en forsinket stigning, der rigtig tager fart i september 1948 i forbindelse med udbydelse af statslånet, jfr. side 268 f.

Den kraftige stramning i 1950–51 giver en rentestigning på mere end 1 pct. efterfulgt af et svagt fald til 1954, hvor en ny krise medfører en yderligere stigning.

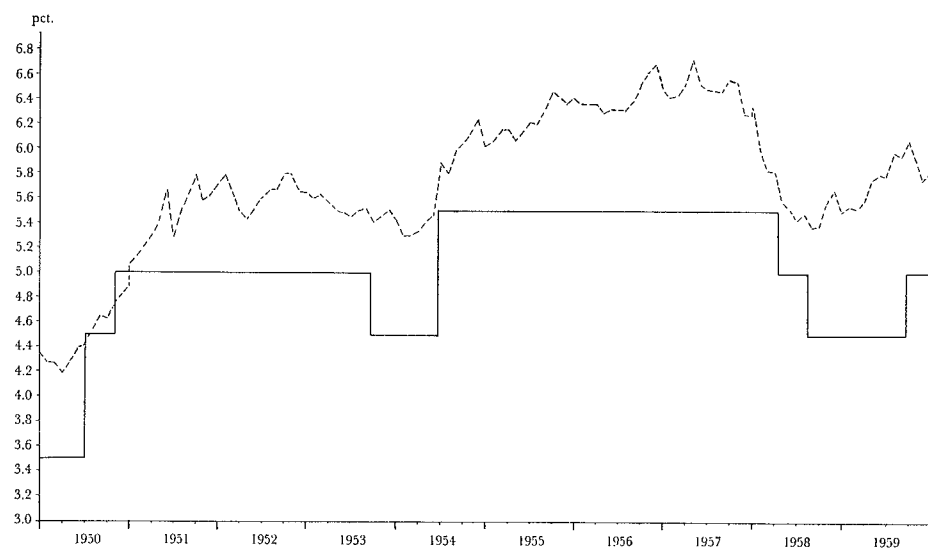
Forbedringen af betalingsbalancen og den deraf følgende likviditetsforøgelse 1957–58 giver et markant rentefald, men herefter fremkalder den

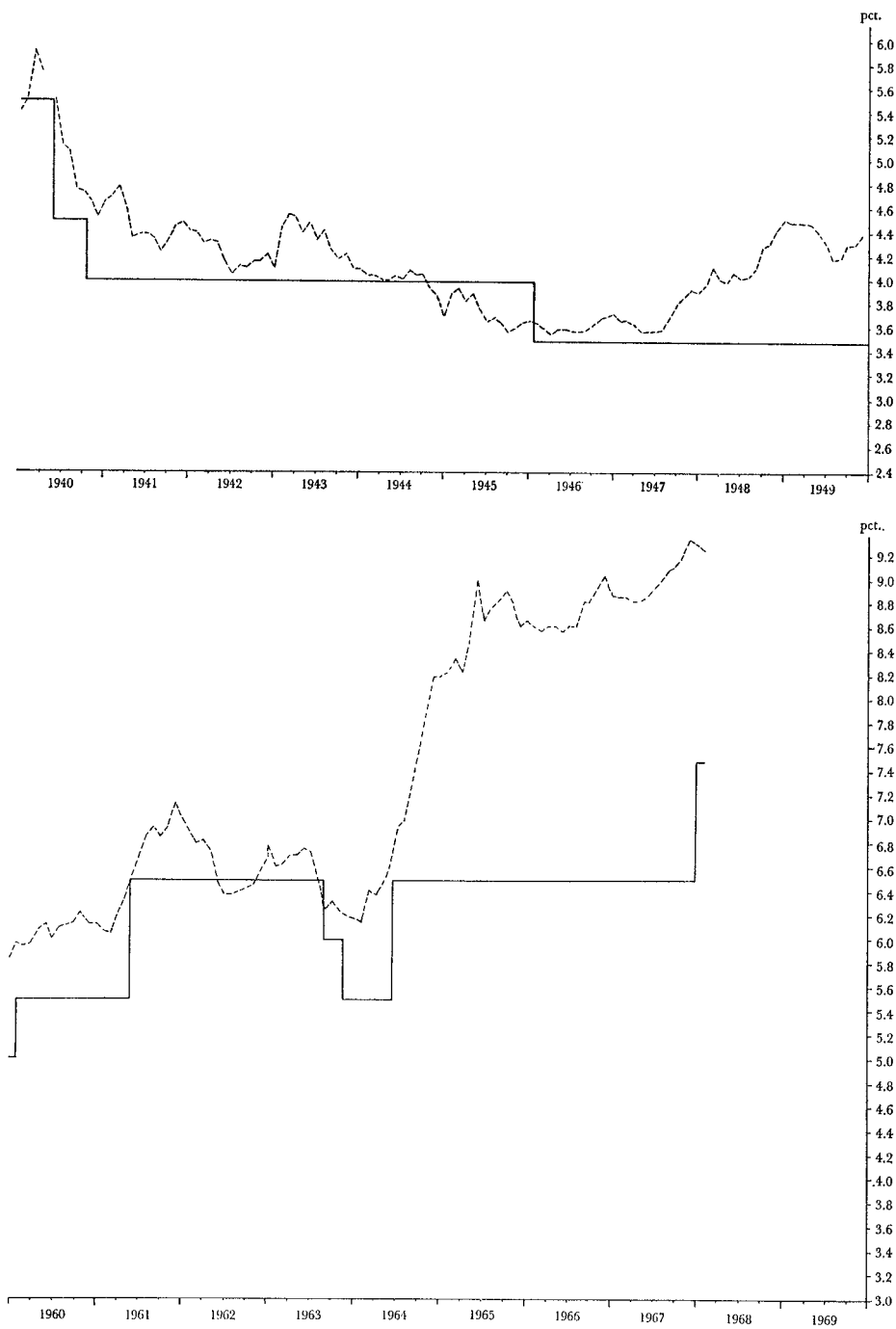
¹⁾ Rentestrukturen er ikke omtalt her. Se bl. a. E. Hoffmeyer, Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet, København 1960, side 79–81 og 143 f., hvor også renteaftalen mellem banker og sparekasser omtales. For de senere år henvises til nationalbankens Monetary Review.

Fig. 20.1 Effektiv obligationsrente (Østifternes Kreditforening) og nationalbankens diskonto 1930-67



Januar 1930-juli 1935: 4 pct., 11 serie.
 Juli 1935-oktober 1944: 4 pct., 14. serie.
 Oktober 1944-januar 1951: 3½ pct., 16. serie 1. afd.
 Januar 1951-januar 1958: 4½ pct., 16. serie 2. afd.
 Januar 1958-januar 1963: 4½ pct., 16. serie 3. afd.
 Januar 1963-januar 1968: 4½ pct., 16. serie 4. afd.





gradvise ekspansion en stigning indtil stramningen af den økonomiske politik i 1962. Det fornyede opsving og den kraftige likviditetsstramning 1964-65 medfører den stærkeste rentestigning på ikke mindre end op mod 3 pct.

Man kan altså i en del tilfælde tale om en udløsningseffekt (især påvirkning af forventningerne på kort sigt) – kriser, konverteringssammenbrud, engangsskat, opgivelse af lavrentedoktrinen i september 1948, brev-aftalen, forsøg på at øge salget af S-lån, lånepolitik vedrørende udlandet etc. – og en fundamental statistisk samvariation, der bestemmer langtidsudviklingen.

Sammenhængen mellem rente og likviditet kan belyses ved en simpel lineær regressionsanalyse med likviditeten som forklarende variabel, hvor obligationsrenten er den i figur 20.1 angivne og likviditeten „borgernes kasse“ (sedler og indskud på postgiro og i banker og sparekasser med eller uden opsigelsesindskud) deflateret med bruttonationalproduktet i markedspriser. Analysen er gennemført for hele perioden samt forskellige delperioder¹⁾.

En så yderliggående enkel formulering er trods alt ikke uden en vis betydning fra et pædagogisk synspunkt.

¹⁾ Da der er anvendt halvårstal (ult. juni og december), fremkommer i alt 77 observationer, men analysen er desuden gennemført for delperioderne 1929-40, 1940-49, 1950-60, 1961-67 og 1950-67. I regressionsligningen $y = a + bx$, hvor y betegner obligationsrenten og x det anvendte likviditetsbegreb er følgende værdier for parametrene a og b samt s_b , t -værdi, R^2 og Durbin-Watsons brøk, D , er herefter beregnede:

Likviditeten eksklusive opsigelsesindskud.

Periode	Antal observationer	a	b	s_b	t-værdi	R^2	D
1929 ² -67 ²	77	9,21	- 11,0	1,18	- 9,33	0,537	0,17
1929 ² -40 ¹	22	4,88	- 0,0745	2,68	- 0,03	0,000	1,02
1940 ² -49 ²	19	5,51	- 3,21	0,426	- 7,53	0,770	1,58
1950 ¹ -60 ²	22	13,2	- 27,3	3,42	- 8,00	0,762	1,53
1961 ¹ -67 ²	14	-22,9	119	45,9	2,58	0,357	0,71
1950 ¹ -67 ²	36	17,6	- 41,8	12,7	- 3,28	0,240	0,16

Likviditeten inklusive opsigelsesindskud.

Periode	Antal observationer	a	b	s_b	t-værdi	R^2	D
1929 ² -67 ²	77	10,4	- 7,87	0,925	- 8,51	0,491	0,14
1929 ² -40 ¹	22	4,76	0,131	1,08	0,12	0,001	1,02
1940 ² -49 ²	19	6,56	- 3,51	0,448	- 7,83	0,783	1,62
1950 ¹ -60 ²	22	17,0	- 21,3	2,03	-10,5	0,846	1,37
1961 ¹ -67 ²	14	23,3	- 31,0	50,3	- 0,62	0,031	0,21
1950 ¹ -67 ²	36	27,1	- 39,7	7,76	- 5,12	0,435	0,18

Det viser sig, at koefficienterne for perioden 1929-67 under ét antager signifikante værdier, selv om det kun er halvdelen af variationen i renten, der forklares. Der er kraftig autokorrelation i residualerne, hvilket kan være udtryk for, at den eventuelle sammenhæng mellem rente og likviditet ikke er lineær. Dette frembyder næppe større overraskelse.

Alligevel er det klart, at en mere alvorlig analyse må inddrage alle de kendte problemer. Der bør være flere relationer, så der kan arbejdes med en sammenhængende model. Herved kommer rentestrukturen og sammenhængen mellem renten og den økonomiske aktivitet med i forklaringen understøttet med forskellige time-lags og forventningsstruktur. Til disse velkendte raffineringer kan der føjes flere.

Opdelingen på delperioder åbner imidlertid for en ny verden af vanskeligheder, der naturligvis teoretisk kan affejes med henvisning til, at en helt generel teori klarer sagerne. Det er nok mere et formelt svar.

Det vil ses, at der i delperioderne 1940-49 og 1950-60 er tale om en forholdsvis tydelig samvariation – koefficienten til likviditetsudtrykket er dog numerisk langt mindre i 1940'erne end i 1950'erne. Under 1940'ernes rigelige likviditet er udsving i likviditetsudtrykkene altså forbundet med forholdsvis små renteændringer. Dette er ej heller overraskende og støtter antagelsen om, at sammenhængen ikke er lineær.

Det kniber derimod med yderperioderne.

For 1930'erne kan der slet ikke påvises nogen samvariation. Det kan skyldes, at likviditetsudtrykkene viste forholdsvis små udsving, mens renten måske snarere var påvirket af kriseforanstaltninger og andre forhold.

Det er også galt med de senere år. Her kommer måske spørgsmålet om – ikke nulpunkts – men niveauforskydning ind, det vil sige forskydninger i de langsigtede forventninger i modsætning til de ovenfor nævnte kortsigtede udsving. Det er således sandsynligt, at der gennem 1950'erne er sket en niveauforskydning som følge af dels den udbredte forventning om fortsatte prisstigninger, dels forventninger om fortsat økonomisk ekspansion.

Et sådant fugleperspektiv må ikke opfattes som alternativ til en dybtgående statistisk analyse af pengesystemets funktion, men kan måske give en anelse om, at der findes et mødepunkt mellem den generelle statistiske analyse og den analysemetode, der er anvendt i nærværende arbejde.

Personregister

(Kursive tal angiver bindnumre. – Navne i tabellernes
anmærkninger og noter er ikke medtaget).

- Aagesen, N. *1.* 205ff
Adler, D. B. *1.* 270, 292
Alberti, C. C. *2.* 144
Alberti, P. A. *1.* 364, 372 - *2.* 140, 144
Andersen, F. *1.* 325
Andersen, P. Nyboe *1.* 21, 251, 263, 328,
339, 358 - *2.* 73, 178, 245
Andersen, P. O. A. *2.* 33, 95
Andræ, C. C. G. *1.* 258ff

Bang, F. L. *1.* 58f, 61
Bang, O. L. *1.* 57f
Bang, P. G. *1.* 205, 208f, 211, 218ff
Begtrup, G. *1.* 111, 185
Bentham, J. *1.* 92
Bergsøe, A. F. *1.* 13, 217
Bernstorff, J. F. *1.* 106
Berntsen, Klaus *2.* 91
Berntsen, Oluf *2.* 169
Birch, A. *2.* 23f
Birch, Chr. *1.* 103
Birck, L. V. *1.* 320, 340, 345, 350, 354, 364ff,
379 - *2.* 19, 23, 31, 33, 36, 87f, 90
Bisgaard, H. L. *1.* 188, 202f, 279, 293, 295,
336
Bjerke, K. *1.* 334 - *2.* 39, 157, 227
Bjørnbak, L. *1.* 266
Bjørnbak, Th. *1.* 266f
Borch, Th. *1.* 62
Borgbjerg, F. *1.* 383 - *2.* 93
Bramsnæs, C. V. *2.* 99, 126, 156, 162ff, 182,
210ff, 215f, 221, 235ff, 247, 255ff, 268ff
Brandes, E. *1.* 380, 386, 389f - *2.* 15, 21, 27,
78
Bregendahl, L. N. *1.* 274
Brockdorff, C. L. v. *1.* 135
Buch, L. *1.* 319
Buhl, V. *2.* 225ff, 246f, 260, 272, 276
Bundvad, K. *2.* 308
Büsch, G. *1.* 104

Christensen, A. *2.* 145
Christensen, H. *2.* 291
Christensen, I. C. *1.* 326, 379
Christensen, J. *2.* 97
Christian IV *1.* 22
Christian V *1.* 21
Christian VI *1.* 24
Clausen, C. C. *2.* 57f, 75, 90, 95
Clauswitz, F. H. A. *1.* 188
Cohn, E. *1.* 245, 247, 258, 261, 268, 271, 292,
305, 347, 373, 380, 382 - *2.* 19, 20, 40f,
98, 105, 119, 169, 238
Colding, Th. *2.* 98
Collin, E. *1.* 208, 228
Collin, J. *1.* 108, 203, 207, 280
Courcelle-Seneuil, J. G. *1.* 271

Dahlgaard, B. *2.* 178, 186, 201, 241, 260, 270,
275, 290, 304, 307
Dalhoff, Johs. *2.* 98, 147
Dalsgaard, J. P. *2.* 79, 102
Damm, P. N. *2.* 57f
David, C. N. *1.* 182, 211
Davidson, D. *2.* 49
Diørup, C. *1.* 216
Dollerup, P. *1.* 294
Duntzfeldt, C. W. *1.* 78, 80

Eggers, C. U. D. *1.* 62f, 65, 68, 77
Eggers, H. K. *1.* 65
Ehlers, M. *1.* 68
Eriksen, Erik *2.* 283
Eriksen, Niels *2.* 291
Estrup, J. *1.* 325

Fabricius, J. C. *1.* 67f, 81
Falbe-Hansen, V. *1.* 13, 181, 186, 192, 216,
285, 316ff, 336, 338
Ferguson, A. *1.* 61
Fisker, N. *2.* 181
Foss, A. *1.* 390
Frederik VI *1.* 85, 89, 127
Frederik den Store af Preussen *1.* 37, 103

Frederiksen, N. 2. 224
Friis, A. 1. 13, 15f, 33
Friis, M. P. 2. 102

Gedalia, G. A. 1. 292
Gilbart, J. W. 1. 271
Gjessing, B. 1. 361
Glamann, K. 1. 13, 15f, 33
Glud, T. 1. 295, 324, 328, 330, 349, 351, 360
Glückstadt, E. 1. 388 - 2. 57f, 80
Glückstadt, J. 1. 346, 356
Gosch, J. L. 1. 68
Green, H. 1. 347, 358 - 2. 87, 95, 96, 102f, 108f, 111f, 113, 117, 127f, 147, 148, 150f, 212f
Gresham, Th. 1. 19
Grue, O. 2. 307f
Gæde, J. F. 1. 73f

Haagen, Chr. W. 1. 212, 251
Hage, A. 1. 261
Hage, C. 2. 80ff, 146
Hall, C. C. 1. 259f
Hannover, M. E. 1. 270
Hansen, A. N. 1. 270
Hansen, H. C. 2. 266, 276, 283, 285, 308f
Hansen, H. P. 1. 255
Hansen, J. A. 2. 92
Hansen, Sven Aa. 1. 32, 125, 182, 185, 189, 229, 252, 269, 278f
Hartogsohn, S. 2. 207
Hasle, H. 2. 180, 241, 304
Hauch, H. 2. 256, 275f
Hauge, C. N. 2. 109, 147, 150, 163, 166, 169, 170, 176f, 181f, 189, 191, 212f, 214f, 221
Heckscher, Eli F. 1. 341 - 2. 115
Hedtoft, H. 2. 264, 276, 285
Hein, A. C. F. 1. 322, 336, 350
Hendriksen, Halfdan 2. 246ff
Hennings, A. 1. 67
Hertel, H. 1. 342, 362
Himmelstrup, O. 2. 90, 266, 309
Hoffmeyer, E. 1. 262f, 336 - 2. 201, 252, 327
Hollensen, F. 2. 233
Holm, P. 1. 326
Holstein-Holsteinborg, F. A. 1. 150, 156, 185
Holtén, N. 1. 151, 158
Hume, D. 1. 45, 60, 62, 74
Hvidt, L. N. 1. 211, 218f, 233f, 247
Høegh-Guldberg, O. 1. 43ff, 47f, 53f

Højer, A. 1. 23
Høst-Madsen, P. 2. 233

Iversen, C. 2. 236

Jahn, G. 1. 341 - 2. 115
Jarl, C. F. 2. 83
Jarlsberg, F. C. Wedel 1. 123
Jensen, Einar 1. 313
Jensen, Sigurd 1. 21, 112, 185, 217, 273ff, 276
Jensen, Thorkel 1. 361
Jensen-Klejs, J. 2. 238, 256
Jensen-Sønderup, J. 1. 349 - 2. 143f
Jessen, P. C. J. 1. 89
Johansen, Hans Chr. 1. 285, 291f, 298, 313
Jæger, O. 2. 115
Jørgensen, J. Hassing 1. 356 - 2. 15, 19, 22, 37, 51, 95, 145
Jørgensen, J. O. Bro 1. 22

Kaas, F. J. 1. 131
Kampmann, V. 2. 227, 285, 289, 293
Keilhau, W. 2. 115
Keynes, J. M. 1. 45 - 2. 167, 209, 255
Kirstein, E. P. 1. 64f, 101f
Kjærbøl, J. 2. 209
Knudtzon, S. Chr. 1. 372
Knudtzon, Th. 2. 164, 177, 212
Koed, H. 2. 272ff, 282
Kofoed, K. H. 2. 248
Korst, K. 2. 236
Krabbe, O. H. 2. 16
Krag, J. O. 2. 225, 267, 270
Kragh, Oluf 2. 97, 182, 186, 190
Krieger, A. F. 1. 260
Kristensen, Knud 2. 241, 255
Kristensen, Th. 1. 186, 273 - 2. 231, 257, 260, 283ff, 289, 309
Kristiansen, O. 1. 141, 178, 183
Kruse, F. Vinding 2. 194
Kyrre, H. 1. 182

Lambert-Jensen, Aa. 1. 187
Lange, Axel B. 2. 304
Lange, I. C. 1. 123
Larsen, Aksel 2. 255, 267
Larsen, Gunnar 2. 237
Lassen, A. 1. 32
Lassen, V. 1. 377

- Lauridsen, J. P. 2. 15, 21, 23f, 33f, 52, 58, 79
 Law, John I. 58, 103
 Lehmann, O. I. 256
 Lewis, W. A. 2. 117
 Levy, M. I. 245, 247, 297, 300, 302, 304, 306, 309, 311, 316ff, 325, 331f, 334ff, 341f, 372, 389
 Liebe, C. I. 270
 Lindberg, J. K. 2. 88, 90f, 102f, 111ff, 117, 125ff, 156, 172, 182, 212, 215, 217
 Linné, C. v. I. 59
 Lykke, N. I. 123
 Lütken, F. I. 45
 Lütken, O. D. I. 45
- Maaløe, H. I. 187
 Madsen-Mygdal, Th. 2. 81f, 85, 104, 120, 122, 147, 158, 177, 205
 Maire, E. le I. 270
 Marshall, George C. 2. 263
 Malling, O. I. 70, 109, 111, 114f, 125f, 131, 149
 Melchior, M. G. I. 270
 Meyer, D. A. I. 97ff
 Meyer, E. I. 351, 353, 358f, 364, 386, 388
 Moltke, I. G. I. 109, 115
 Montesquieu, C. I. 74
 Mordhorst, K. 2. 201
 Munch, P. 2. 122, 172
 Møldrup, J. V. I. 368
 Møller, Axel 2. 257, 270, 273, 276, 309
 Møller, Christmas 2. 109, 166, 205, 221, 224
 Møller, Kristian I. 268
 Møsting, I. S. I. 115, 125, 127, 135, 146ff, 150ff, 191, 203
 Müller, E. I. 123
 Mynster, J. P. I. 151
- Napoleon I I. 107
 Nathanson, M. L. I. 18, 26, 34f, 42f, 55, 73, 96, 99, 108, 138f, 160, 162, 199, 207, 245
 Neergaard, E. I. 216
 Neergaard, N. I. 386 - 2. 34, 36f, 78, 82, 87, 93, 95f, 98
 Neergaard, P. I. 123
 Nellesmann, J. I. 372
 Nevitt, A. A. 2. 201
 Nielsen, Anders 2. 90
 Nielsen, Axel I. 13, 17f, 20, 22, 35, 49, 65, 177, 233f, 247, 258, 261, 263, 285f, 295, 299, 300, 304ff, 309f, 351, 357, 359f, 364, 371 - 2. 16, 31ff, 36, 46, 52, 60, 76, 85, 89, 95, 103ff, 112ff, 147f, 151, 164, 179, 191f, 203, 217f, 236
 Nielsen, Hans 2. 220, 224
 Nielsen, O. Blinkenberg I. 293ff
 Nielsen, Oluf 2. 95, 186
 Nielsen, Svend 2. 236, 269, 282, 287, 291, 293
 Norman, Montagu 2. 108f
 Numsen, K. F. I. 57f
 Nørgaard, F. 2. 95
- Oldam, J. W. I. 341
 Olsen, Erling I. 124
 Olsen, Sigvald 2. 34
 Olufsen, Chr. I. 121, 123
- Pedersen, Jørgen I. 283 - 2. 157, 224, 326
 Philip, K. 2. 157, 178, 311
 Pinstrup, P. P. 2. 89f
 Pitzner, Johs. 2. 82
 Puhl, E. 2. 239
- Rasmussen, Erik I. 22, 26, 35ff, 40f, 43
 Rasmussen, Hans 2. 311
 Rasting, C. 2. 291
 Rathlou, Schack I. 56
 Rec, D. I. 229, 265
 Reiersen, C. P. F. I. 269
 Reimann, A. E. I. 332
 Reimann, Chr. 2. 19
 Reventlow, Chr. D. I. 46f, 53, 59, 101f, 110f
 Reventlow, D. I. 39
 Ricardo, D. I. 233
 Ritter, K. 2. 236f
 Rod, M. C. I. 122f
 Rosenkrantz, H. C. O. 2. 102f, 108, 113, 125, 127f, 155, 163ff, 182, 214ff
 Rothe, T. 2. 82, 84
 Rothfels, H. I. 65
 Rubin, M. I. 88, 90, 95ff, 99, 106, 112, 139, 141, 146, 182, 314, 318, 335f, 350, 390 - 2. 15f, 23, 31ff, 36, 38, 49, 53, 58, 60, 63, 75f, 78ff, 84, 87, 112
 Rubow, A. I. 106, 108f, 115, 126, 131ff, 136ff, 140f, 145ff, 151, 153f, 158, 172ff, 177f, 199, 208, 210f, 223f, 226f, 230, 233, 236, 239, 246f, 250f, 254f, 257,

- 297ff, 304, 325, 328, 332f, 338, 340, 347,
351f, 358, 363f, 372ff
- Rump, C. D. 2. 87
- Ryberg, N. 1. 44
- Rytter, S. 2. 97
- Rørdam, H. 1. 23
- Scavenius, E. 2. 15, 58f, 226, 235, 237, 248
- Scavenius, P. B. 1. 205, 208
- Scharling, W. 1. 13, 192, 292, 311, 313f, 320,
327f, 334ff, 338, 341, 349, 369
- Schimmelmann, E. H. 1. 46ff, 50, 53f, 56,
64, 70, 90, 97, 100ff, 109ff
- Schimmelmann, H. C. 1. 35, 38ff, 43ff
- Schlichtkrull, Aa. 2. 134
- Schmidt, E. I. 2. 226
- Schmidt-Phiseldeck, C. F. 1. 111, 116, 120,
126, 131
- Schovelin, J. 1. 35, 46, 50, 55, 87f, 97, 112,
124, 185, 258ff, 269, 271, 356, 387 - 2.
34, 37, 75, 88, 90, 145
- Schrøder, F. F. C. G. 2. 102f, 112ff, 127f,
155, 169, 172, 176f, 182, 189, 216
- Schythe, J. C. 1. 215
- Schytte, A. 1. 45, 82
- Schønheyder, J. F. G. 1. 110, 111, 116, 119ff,
126, 131, 151, 153
- Skrubbeltrang, F. 1. 285
- Skytte, K. 2. 313
- Slebsager, M. N. 2. 108
- Smith, Adam 1. 61, 63, 65, 71, 116, 119,
123, 235
- Soden, F. J. H. v. 1. 103
- Spence, W. 1. 124
- Sponeck, W. C. E. 1. 331f
- Staal, C. G. 1. 338
- Stancke, B. 1. 195
- Stauning, Th. 2. 64, 97ff, 102, 104, 122, 147,
156, 158, 169, 203, 206, 226
- Stemann, P. C. 1. 147ff, 156, 210
- Stephensen, W. 2. 15, 49, 79, 84, 95, 96,
102f, 112f, 127, 182
- Stoud, F. 1. 109, 111
- Struensee, C. A. v. 1. 104
- Struensee, J. F. 1. 21, 40ff
- Struwe, K. 1. 35
- Strøm, R. 1. 372
- Suhr, I. 1. 205, 208f, 220
- Suhr, O. B. 1. 270
- Sven, C. J. F. 2. 150
- Svendsen, K. E. 1. 45, 48
- Sørensen, Axel 2. 291
- Sørensen, C. E. 2. 326
- Tetens, J. N. 1. 62, 66f, 70, 73f, 86
- Thalbitzer, C. 1. 265, 370ff, 388 - 2. 31, 164
- Thomsen, I. 1. 116, 120
- Thomsen, V. 2. 209
- Thormøhlen, J. 1. 22
- Thott, O. 1. 21
- Tiedemann, H. 1. 227
- Tietgen, C. F. 1. 259, 261, 279, 291f, 311,
346, 359
- Trenber, W. 1. 305
- Treue, W. 1. 65
- Trojel, F. W. 1. 122f
- Tutein, F. 1. 185
- Ussing, C. Th. 2. 15f, 23, 50, 52, 53, 57, 59,
63, 65, 75, 76, 78f, 87, 88, 89, 91, 92,
102, 105, 106 112f
- Ussing, H. 2. 104
- Ussing, N. 1. 344 - 2. 39, 64, 65, 157, 227
- Ussing, W. 2. 16
- Walter, A. G. A. 2. 239
- Warming, J. 2. 77
- Wassard, M. A. 2. 238
- Vedel, H. A. S. 2. 134
- Wegener, C. F. 1. 182
- Wendt, K. 1. 78f
- Wessely, A. 1. 264
- Westenholtz, R. 1. 267f, 275
- Westergaard, H. 2. 89
- Wicksell, K. 2. 46, 49, 105
- Wiehe, J. H. 1. 62f, 66, 81
- Wilcke, J. 1. 13, 17, 33, 35, 41, 73, 77, 85,
96f, 104, 115, 139, 160, 208, 305, 307
- Willerslev, R. 1. 272, 292, 320
- Winding, Poul 2. 11, 187
- Winther, J. P. 2. 15, 33, 53, 58ff, 79, 84, 102
- Wolters, J. B. 1. 23
- Zahle, C. Th. 1. 379, 381 - 2. 14f, 23f, 34,
37, 63
- Zoëga, J. 1. 54, 59ff, 64, 68, 73f, 82
- Ørsted, A. S. 1. 100ff, 104, 108f, 111, 113,
115ff, 121ff, 126, 156, 183, 205, 211,
216ff, 233 - 2. 16

Sagregister

(Kursive tal angiver bindnumre).

- adelige titler *I*. 93
 Adler & Co., D. B. *I*. 376
 afleveringspligt for valuta 2. 168ff, 202, 204ff
 afståelse af hertugdømmerne *I*. 304
 aftale med pengeinstitutterne, nationalbankens 2. 289, 291f
 Afviklingskassen af 1910 *I*. 379ff, 384 - 2. 42
 agio *I*. 15, 97ff - 2. 49, 51
 agrarbevægelsen *I*. 342, 362
 agrarforeningen *I*. 361, 366
 Ahlmann, bankhuset *I*. 303
 akkordbestemmelser 2. 194
 aktiekapital *I*. 272f, 276, 284, 290ff, 346f
 aktiekapital, bankernes *I*. 271, 338, 381f
 aktiekapital, kurantbankens *I*. 38ff
 aktiekapital, nationalbankens *I*. 236, 239f
 aktiekapital, speciesbankens *I*. 78
 aktiekurser *I*. 320 - 2. 19, 44f
 aktielovskommission *I*. 382f
 aktiemarked *I*. 264, 272f, 284, 290ff, 320f, 346ff
 aktier, emissionskontrol for 2. 190
 aktier, sparekassernes køb af 2. 139, 302
 aktieretten *I*. 131ff, 210, 222f, 239
 aktieselskabslovgivning *I*. 352 - 2. 140
 aktieselskabsskat, nationalbankens fritagelse for 2. 31
 aktiespekulation, de københavnske bankers erklæring vedrørende *I*. 387
 aktiespekulation, nationalbankens forslag vedrørende *I*. 387
 aktieudbytter *I*. 320
 aktionærer, kurantbankens *I*. 25, 37, 40, 42
 aktionærer, nationalbankens *I*. 212, 219f, 223, 366 - 2. 29ff
 aktionærer, speciesbankens *I*. 72
 Alberti-skandalen 2. 16, 134, 140
 Altona, bank i *I*. 43f, 57, 59, 63, 65, 83, 135f
 amortisationsprincip *I*. 265
 amtslånecfond *I*. 216f
 Andelsbanken 2. 202, 230, 313
 andelsbeviser 2. 139
 andelskasser *I*. 362
 Andelssvineslagterier, De samvirkende danske 2. 204
 anvisninger, indløsning af *I*. 338
 anvisninger, nordiske centralbankers udstedelse af *I*. 309 - 2. 113ff
 anvisninger, statens udstedelse af *I*. 86, 91
 anvisninger på privatbanken, noterede *I*. 299
 arbejderboliger, udlån til *I*. 362
 Arbejdernes Landsbank 2. 313
 arbejdskonflikt *I*. 374f - 2. 101
 arbejds løn *I*. 316 - 2. 157
 arbejdsløshed *I*. 369, 383 - 2. 39, 62, 64, 67, 85f, 119ff, 158, 161, 252, 271, 278f, 284, 287, 295
 arbejdsløshedsunderstøttelse 2. 159
 arveafgift *I*. 95
 assignmentsbeviser, norske *I*. 88, 93, 104
 assistenshuset *I*. 21
 baissespekulation *I*. 191
 balance, nationalbankens 2. 69, 123, 248
 banco, hamborger *I*. 32f, 73, 263
 bancosedler *I*. 51
 bancovaluta *I*. 159f, 304f
 bancoveksler *I*. 176ff, 248
 Bank for International Settlements 2. 109
 bankbestyrelse, den forenede *I*. 153, 176, 205, 209, 226, 233ff, 255f
 bankdirektører, lovens krav til 2. 149, 300f
 banker *I*. 70, 268, 293f, 330, 335, 338ff, 347, 353f, 374f, 387 - 2. 42, 71, 138, 193f, 196f, 245f, 300, 320
 banker, indlån i *I*. 267f, 276, 288, 290, 293, 321, 353ff, 370, 385 - 2. 44f, 70, 72, 173ff, 244, 314, 317
 banker, lovgivning vedrørende *I*. 352, 383 - 2. 14, 128, 134ff, 141ff, 146ff, 246ff, 290f, 300ff

- banker, nationalbankens stilling til oprettelsen af private *1.* 270
- banker, statens indskud hos *1.* 352
- banker, statsovertagelse af *2.* 261, 306
- banker, tilsyn med *1.* 336 - *2.* 134ff, 147
- bankerne, henstilling til provins- *1.* 333
- bankerne, nationalbankens udlånsaftale med *2.* 297
- bankernes aktiekapital *1.* 292, 338
- bankernes likviditet *2.* 173, 321ff
- bankernes låntagning i nationalbanken *2.* 71, 296f
- bankernes reserver *1.* 338
- bankernes tab *1.* 320
- bankernes udlån *1.* 270, 296, 322, 339f, 357 - *2.* 42f, 70ff, 173f, 208, 211, 244, 267, 295, 320ff
- bankernes udlån og boligbyggeriet *2.* 201
- bankernes udlånspolitik, nationalbankens henstilling om *2.* 282
- bankernes udlånsrente *2.* 162
- bankfilialer *1.* 337
- bankfonds, konsignable *1.* 93f
- bankforhold, engelske *1.* 266ff, 270
- bankforhold, kontinentale *1.* 266
- bankhæftelse *1.* 100f, 103, 108f, 112, 132, 134f, 149, 151, 222, 240
- bankhæftelsen og hertugdømmerne *1.* 106
- bankieroverenskomsten med staten *1.* 390 - *2.* 14
- bankkomité af 9. februar 1908 *1.* 377ff, 384
- bankkomité, den fynske *1.* 265
- bankkommissær, den kgl. *1.* 133, 257, 364 - *2.* 31, 34, 37f, 217ff
- bankkommissærer *1.* 25
- bankkontor, statens *1.* 126
- bankkonvention og forening mellem interessenter *1.* 24
- bankkrisen 1908 *1.* 358, 361, 373, 375ff, 383 - *2.* 20
- banknævn *2.* 147, 150
- Bank of England *1.* 22, 233, 235, 252, 258, 300, 363 - *2.* 108, 230
- banker og sparekasser, forholdet mellem *1.* 278f, 289, 293ff, 316ff, 353, 359 - *2.* 72, 128, 134f, 318
- bankplaner *1.* 22f, 41, 72, 103
- banksammenbrud *1.* 379f - *2.* 128, 134, 147
- banksolaveksler *1.* 299f
- bankstrukturen *1.* 338, 353 - *2.* 302
- bankudvalget af 1904 *1.* 364, 366
- Baring-krisen *1.* 329f
- barrefond, nationalbankens *1.* 307
- befolkningstilvækst *1.* 31f
- begravelseskasser *1.* 280
- bekendtgørelse af 11.9.1935 *2.* 206
- belåning af aktier *1.* 222f, 332, 387 - *2.* 296
- belåning af indlånsbeviser *2.* 294
- belåning af nationalbankens aktier *1.* 222f
- belåning af obligationer, statens *1.* 274 - *2.* 267, 269
- belåning af panteobligationer *1.* 172
- belåning af udenlandske værdipapirer *1.* 331f
- belåning af værdipapirer *1.* 172, 250, 275, 279, 333, 375 - *2.* 20, 126, 162, 165, 170, 267, 269f, 288, 296, 315, 326
- belåningsgrænse for aktier *1.* 387
- belåningsgrænse for fast ejendom *1.* 164, 223f, 275, 326, 360 - *2.* 315, 323f
- belåningsgrænse for obligationer *2.* 211
- beskæftigelsen *1.* 44f, 60 - *2.* 88, 159, 176, 247, 269, 293, 307
- bestyrelse, bankers *2.* 149
- bestyrelse, nationalbankens *1.* 127, 132, 219f, 223, 226, 236f, 255f, 261, 297, 364 - *2.* 217ff, 223, 238, 245, 247f, 256, 276
- bestyrelse, sparekassers *2.* 137f, 142
- besættelsesmagten, bidrag til *2.* 227
- betalingsaftale af marts 1940 *2.* 230
- betalingsaftale af august 1945 *2.* 251, 255f
- betalingsaftaler, bilaterale *2.* 252f, 280
- betalingsbalance *1.* 34, 52, 62ff, 94f, 156, 167f, 208, 243f, 286ff, 316ff, 332, 345, 347, 351, 373, 387 - *2.* 84, 86, 92, 118ff, 161, 201, 230, 251f, 271, 274, 284, 287, 293f, 327
- betalingsmiddel, lovligt *1.* 17, 24, 37, 70, 73, 76, 149, 270, 308 - *2.* 237
- betalingsmiddel, tvungent *1.* 56, 112, 149, 163
- betalingsmidler, behov for *1.* 334f
- betalingsmidler, bestemmelser vedrørende *1.* 163
- betalingsmidler i hertugdømmerne *1.* 227f
- betalingssædvaner *1.* 119, 143 - *2.* 71, 110, 132, 168, 225
- Betalingsunion, Den europæiske *2.* 280, 282, 286

- betænkning af 2. marts 1943, professorudvalgets 2. 247
- bevillingsudstedelse, fri 2. 251
- billige penge 1. 347, 349, 372 - 2. 207f
- bimetallisme 1. 342
- boligbyggeri 1. 368ff - 2. 73f
- boligbyggeriet, bankernes udlån og 2. 201, 207
- boligfond, statens 2. 73
- boligstøttelovgivningen 2. 73, 156, 200, 253, 274, 280, 284f, 293ff, 299, 306ff, 311f, 321
- bondetoget 2. 158, 203
- bopæl, repræsentanternes 1. 366
- Brandkasse, Københavns 1. 185
- brev af 30.7.1813, åbent 1. 132
- brev af 4.12.1838 om forlig mellem nationalbanken og staten, kongeligt 1. 211f
- brevaftalen af 1951 2. 281ff, 288, 294, 330
- brevcensur 1. 97
- brugsforeningsbevægelsen 1. 294
- bruttofaktorindkomst 1. 141, 198, 288f, 385
- Brysselkonferencen i 1920 2. 89
- Burmeister & Wain 1. 344
- byerhvervene, forholdene i 1. 113, 165ff, 197, 214, 344f, 353
- byggebanker 1. 371
- byggeerhvervet 1. 326
- byggelån 1. 358, 375
- byggelån, genbelåning af 2. 162, 210f, 269, 271, 277, 282ff, 287f, 321, 326
- byggeri 1. 277, 282, 284, 295, 320, 326, 344ff, 368ff - 2. 73f, 201, 304
- Byggeriets Realkreditfond 2. 311, 313
- byggeriets rentefølsomhed 1. 370 - 2. 73
- bygningsafgifter 1. 91
- bygningssnedkerstrejken i 1907 1. 374f
- bytteforhold 1. 138, 166ff, 192, 213, 243, 248, 315, 344f, 373 - 2. 40f, 68f, 86, 101, 121f, 155, 161f, 168, 208, 225, 229, 268, 271ff, 279, 293
- bytteværdien 1. 116
- bønder og godsejere, kreditforholdet mellem 1. 182
- børsen 1. 387 - 2. 19f, 158, 163
- børsen, nationalbankens repræsentation på 2. 126
- børspapirer, belåning af 2. 20
- Centralbanken 1. 368, 371, 374f, 381
- centralbanker, de nordiske 1. 309 - 2. 49, 113ff
- Centralkassen 1. 229f, 266, 268
- check 1. 268, 270f, 356, 359
- checkclearing 2. 110, 132
- checkloven af 1897 1. 359
- cigaretmøntfod 2. 47
- cirkulationsfond 1. 65
- cirkulære af februar 1932, nationalbankens 2. 171
- cirkulære af marts 1932, nationalbankens 2. 171
- cirkulære af august 1933, nationalbankens 2. 202
- cirkulære af august 1935, nationalbankens 2. 205f
- cirkulære af september 1939, nationalbankens 2. 229
- cirkulærer af oktober 1939, nationalbankens 2. 230
- cirkulæreskrivelse af 17.4.1821 1. 183f
- cirkulæreskrivelse af 1.3.1842 1. 184
- clearingaftale, den dansk-tyske 2. 227, 233, 236, 244
- „Credit-Forening . . . , Grundtræk til en“ 1. 186
- Creditkasse for Husejere i København 1. 185
- Crédit-Mobilier 1. 269f
- currencyteorien 1. 309
- Danmarks Bank, forslag til lov om 2. 219, 222f
- Danmarks Nationalbank, lov af 7. april 1936 om 2. 208, 212ff
- Danmarks Skibskreditfond 2. 294, 296, 313, 315
- Dansk Landbrugs Realkreditfond 2. 294, 296, 313
- danske lov 1. 21
- danske tilgodehavender, engelsk spærring af 2. 230
- debitor og kreditor, forholdet mellem 1. 19, 105, 114, 118f, 139f
- decimalsystem 1. 309
- deflation 1. 107, 122, 144, 149, 180
- deflationspolitik 2. 97ff, 163, 166

- depositokassen *I.* 79, 84f, 87, 91
 Den midlertidige Lånekasse for Kongeriget
 I. 381
 deponeringsordning for metervarer *2.* 282
 Deposito- og Giro-Banken i Hamborg *I.* 160
 depositobanker *I.* 268
 detailhandelen, kontant betaling i *2.* 98
 Detailhandlerbanken *I.* 368, 371, 376f, 380,
 382
 devaluering *2.* 156f, 161f, 166, 177f, 202ff,
 211, 229, 272f, 275
 devaluering af mønt *I.* 18f
 direkte investeringer, udenlandske *I.* 351
 direktion, forholdet mellem nationalbankens
 bestyrelse og *2.* 221
 direktion, forholdet mellem nationalbankens
 repræsentantskab og *I.* 223
 direktion, formanden for nationalbankens
 2. 218, 221, 223
 direktion, nationalbankens *I.* 133, 211, 218f,
 240, 259, 342, 366f, 389
 direktion, uenighed i nationalbankens *2.* 78,
 102f, 111ff, 125ff, 155f, 234, 255, 331f,
 334
 direktion, uenighed i speciesbankens *I.* 78,
 80, 83
 direktions- og bestyrelsesmedlemmer, en
 sparekasses *2.* 137f
 diskonteringsinstitut, statsligt *I.* 79
 diskonto *I.* 102, 175ff, 248, 251f, 258, 338ff,
 371f, 384 - *2.* 30, 37, 70, 84, 93, 100f,
 124, 166, 204, 327
 diskonto, dansk og udenlandsk *I.* 145, 147,
 176f, 195, 199, 220, 304f, 341, 373f -
 2. 28
 diskontobanker *I.* 260, 271
 diskonto- og revisionsbanken *2.* 19, 80
 diskontokasse, interimistisk *I.* 260
 diskontopolitik *I.* 80, 174ff, 220, 250ff,
 263, 297f, 324, 328, 331, 341, 351f, 363,
 367, 372 - *2.* 75f, 105, 124ff, 133, 208ff
 diskontoændring *I.* 145, 175ff, 220, 252, 258,
 297, 332ff, 341, 373, 376 - *2.* 28, 44, 70,
 77, 85, 87, 95f, 102f, 125f, 162, 165,
 168, 171f, 174, 182, 190, 204, 208, 210,
 229, 240, 262, 275ff, 284, 293f, 295
 dobbeltmøntede obligationer *I.* 323
 dobbeltmøntfod *I.* 306
 dollarbeholdning, nationalbankens *2.* 263,
 293
 dollarkursen *2.* 99ff, 166, 211, 229
 dollarproblem, det specielle *2.* 263
 dollarpræmieringsordning *2.* 285f
 driftslåneforeninger *I.* 362
 dødsboer *I.* 202
 efternotering *I.* 387
 egenkapital, krav til bankers *2.* 139f, 143,
 149, 151, 248, 290f
 egenkapital, krav til sparekassers *2.* 139f,
 143, 301f
 egnsudvikling *2.* 310f
 ejendomsbesiddere, hertugdømmernes *I.* 135
 ejendomspriser *I.* 139, 164, 168, 186, 215,
 325
 ejendomsskatter *I.* 109
 ejendomsspekulation, finansiering af *I.* 358
 eksport af værdipapirer *I.* 275f, 316, 323f,
 347, 349, 351, 373
 eksportkreditgarantiordning *2.* 310
 eksportkreditter, belåning af *2.* 285, 287f,
 296
 eksportvarer, direkte regulering af forbrug
 af *2.* 274
 ekstraordinær formueopgørelse *2.* 234
 elasticiteten i pengesystemet *I.* 240, 248f,
 289, 334, 364 - *2.* 14, 129, 298
 emissionsbanker *I.* 338
 emissionskontrol, frivillig *2.* 190
 engangsskat *I.* 93 - *2.* 260, 330
 engelsk bankpraksis *I.* 233, 235
 engelsk spærring af danske tilgodehavender
 2. 230
 engelske korntold, den *I.* 241f
 engelske smørtold, den *I.* 286
 engrospristal *I.* 312f - *2.* 68, 118
 enkekassen *I.* 122, 182, 280
 enkeltengagementer, bankernes *I.* 382 - *2.*
 149ff
 erhverv, oplysning om kreditgivningens for-
 deling på *2.* 282
 europæiske fællesskab, det *2.* 296
 europæiske krig, den *I.* 84
 fallitter *I.* 146, 155, 340
 fast ejendom, afgift af *I.* 85
 fast ejendom, omsætningsafgift af *I.* 95
 fast ejendom, prioritetshæftelse på *I.* 106
 fast ejendom, tvungent lån på *I.* 99

- fast ejendom, udlån i *I.* 14f, 24, 122, 223f, 250, 261, 263
- fattigvæsenets forbedring *I.* 64
- filialer, bankernes *I.* 359
- filialer, nationalbankens *I.* 179f, 223ff, 265, 303f, 336, 364f
- finansadministrationen *I.* 48
- Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk *2.* 294, 296, 310
- finanskollegiet *I.* 48ff, 57, 79, 84ff, 91, 98, 103, 107
- finanskommission, den ekstraordinære *I.* 108f, 111
- finanskommission, den store *I.* 69ff, 74, 85, 89f, 93ff
- finansministeriets foliokonto *2.* 268
- finanspolitik *I.* 148 - *2.* 92, 96, 100, 253, 259, 280, 289
- finanspolitikken, forlig i november 1950 om *2.* 277
- finanspolitikken, nationalbankens syn på *2.* 274f
- finanspolitiske og kreditpolitiske forlig i marts 1950, det *2.* 274
- fiskerilån *I.* 362
- Flensborg, nationalbankens filial i *I.* 226ff, 303f
- folio *I.* 25, 27, 98, 270f, 295
- foliobank *I.* 292
- folkeforbundet *2.* 109f
- Folkeparti, Det frie *2.* 158, 209
- folketingets ombudsmand *2.* 290
- folketællingen af 1769 *I.* 59
- fond, en synkende *I.* 55
- forbrugerkredit *2.* 132, 282
- fordringer, veksling af *I.* 100
- fordringsbalance *2.* 11ff, 129ff
- forestilling af 28.6.1785, finanskollegiets *I.* 49ff, 57
- forfatningsændringen i 1849 *I.* 274
- forhåndslån *2.* 304ff
- formue, cirkulerende *I.* 60
- formue, død *I.* 60
- formue, producerende *I.* 60
- formuesammensætning *2.* 259
- formueskat *I.* 99
- formuestigningsafgift *2.* 260
- formålsbestemt långivning *2.* 310
- forordning af 16.10.1745 *I.* 35
- forordning af 1.10.1802 *I.* 85
- forordning af 25.1.1805 *I.* 200
- forordning af 5.1.1813 *I.* 181
- forordninger vedrørende maksimalrenten *I.* 21f
- forretningsmæssige synspunkter, nationalbankens *I.* 149f, 153
- forsendelsesomkostninger for sølv *I.* 246
- forsikringsselskaber *I.* 282 - *2.* 14, 129, 192, 242
- forsikringsvirksomhed *I.* 280ff
- forslag om pengevæsenet *I.* 100ff
- forsvarslån *2.* 277
- forsvarsudgifter *I.* 17, 28, 84ff, 94, 106f, 113 - *2.* 309f
- fortrængning af nationalbankens sedler *I.* 163
- forudbetaling, importørers *2.* 229
- fransk kapital *I.* 349
- fransk-tyske krig, den *I.* 283, 307
- franske kapitalmarked, det *I.* 373
- franske skadeserstatninger, de *I.* 307
- franske statsgæld, konvertering af den *I.* 194
- freden i januar 1814 *I.* 106f
- Fredericia Bank *I.* 380
- fredsslutningen mellem Rusland og Japan *I.* 346f
- Fyens Disconto Kasse *I.* 265f, 268
- fysiokrater *I.* 64f, 123f
- Fædrelandet, dagbladet *I.* 256
- fællesinstitut, sparekassernes påtænkte *I.* 360
- Færøernes Realkreditinstitut *2.* 296
- fæsteafløsningen *I.* 277
- garanti, kongelig *I.* 79
- garantistillelse, offentlig *2.* 298
- Gedalia & Co., G.A. *I.* 269f
- genbelåning af byggelån *2.* 162, 210f, 269, 271, 277, 282ff, 287f, 321, 326
- genbelåning af eksportkreditter *2.* 285, 287f, 296
- genbelåning af kredit til skibsbygning *2.* 285
- genbelåning af skibskreditter *2.* 296
- generalforsamling, kurantbankens *I.* 25
- generalmagasin *I.* 23, 36
- generalmagasin, merkantilismens *I.* 268
- genopbygningsfonde *2.* 272, 299, 306ff, 321
- Genua-konferencen i 1922 *2.* 89
- girering *I.* 27, 365

- girobank *I.* 23, 41, 43, 98f, 270
 Giro- og Disconto-Casse i Kjøbenhavn, for-
 slag til en *I.* 179
 godsejere *I.* 56, 111f, 182
 godsejere og bønder, kreditforholdet mellem
I. 182
 godsejerkreditforening for hertugdømmerne
I. 185
 Gotha-Banken *I.* 280
 Greshams lov *I.* 19
 grosserer-societetet *I.* 79, 87, 112, 174f, 245,
 251, 258ff, 270 - 2. 125
 Grundejerbanken *I.* 368, 371, 376f, 380ff
 grundfond, nationalbankens *I.* 151, 236
 grundkapital, nationalbankens 2. 217
 „Grundtræk til en Credit-Forening ...“ *I.*
 186
 gründerperioden *I.* 283
 guld, cirkulation af *I.* 45, 309 - 2. 107
 guld, efterspørgsel efter 2. 47
 guld, indlån i *I.* 25
 guld, knaphed på *I.* 311 - 2. 107f
 guld, køb af *I.* 255, 308 - 2. 41f, 49, 51f, 55ff
 guld, salg af 2. 111, 172, 174
 guld, udførsel af *I.* 333 - 2. 21, 163, 165
 guld, udmøntning af 2. 49
 guld, veksling til 2. 163
 guldbarrefod 2. 107ff, 116
 guldbarrer *I.* 307
 guldbeholdning *I.* 365, 386 - 2. 42, 216
 gulddukater *I.* 27
 guldfod *I.* 293, 300, 305, 307f, 311, 333 - 2.
 21, 32, 70, 77, 88, 100, 104, 162ff, 166f,
 213
 guldfrancen *I.* 306f
 guldmøntfod *I.* 50, 307 - 2. 107, 109
 guldproduktion *I.* 305, 343
 guldspærring 2. 48ff
 guldværdi, kronens 2. 50, 84
 gæld, omskrivning af *I.* 101
 gældsmoratorium *I.* 105 - 2. 22ff, 39, 178,
 203
 gældsnedskrivning *I.* 181
 gældssaneringsloven 2. 208
 gældssaneringsudvalget 2. 192f
 Hamborg *I.* 13, 15f, 18f, 38, 43f, 57, 77, 79f,
 145, 147, 159ff, 195, 199, 220, 252, 258,
 263, 304f, 308
 Hambro, huset *I.* 141, 194f, 388
 hamburgerlånet af 1819 *I.* 181f, 195
 Hamburgs Giro- og Diskontobank *I.* 305,
 307f
 handelsaftaler, bilaterale 2. 253
 handelsbanken *I.* 293, 332, 337, 340, 368,
 372, 375, 382 - 2. 19, 80, 167
 handelsbanken, statens indlån i *I.* 298
 handelshuse, lån til private *I.* 46
 handelsstanden, støtteaktion til fordel for
I. 258f
 hartkornsskatter *I.* 91
 Hauptverwaltung der Reichskreditkassen 2.
 227, 232f
 hedeopdyrkning *I.* 285, 323
 henstandslovgivning 2. 22ff, 39, 178, 193f,
 203
 henstilling til bankerne, nationalbankens 2.
 78, 201, 266f
 hertugdømmerne, afståelsen af *I.* 304
 hertugdømmerne, bankhæftelsen og *I.* 106
 hertugdømmerne, betalingsmidler i *I.* 134,
 227f
 hertugdømmerne, forholdene i *I.* 26, 49,
 56ff, 68, 81, 108, 134ff, 164, 182, 226f,
 301ff
 hertugdømmerne, forholdet mellem konge-
 riget og *I.* 56, 159, 210, 227ff, 301f
 hertugdømmerne, godsejerkreditforening for
I. 185
 hertugdømmerne, modtagelse af speciesedler
 i *I.* 80
 hertugdømmernes overgang til sølvsystemet
I. 114f
 hertugdømmernes provinsialstænderforsam-
 ling *I.* 227f
 hertugdømmernes stilling i forhold til natio-
 nalbanken *I.* 210f
 hjemførselspligt for valuta 2. 168, 172, 204ff
 holstenske forening, den *I.* 185
 Horsens Diskontobank *I.* 267f
 hovedbanker *I.* 353ff, 358, 363, 374f, 377ff,
 382 - 2. 202, 293, 310
 hovedstadsbanker, genbelåning af byggelån
 for 2. 211
 husholdningslagre, skat af *I.* 110
 husmandsbrug, oprettelse af *I.* 285
 husmandskreditforeninger *I.* 322
 husmandslovgivningen *I.* 362
 husmænds lånemuligheder *I.* 275
 hypotekbank *I.* 293

- hypotekforeninger *I.* 360f - 2. 303
hypotekforeningsobligationer 2. 126
hæftelsesrenter, statens udredning af *I.* 209ff
hæftelsesobligationer, udstedelse af *I.* 151
håndpant, lån på *I.* 24, 173f, 222f, 278
- ihændeleverobligationer *I.* 186, 361
ildstedsskat *I.* 90, 97
import af værdipapirer *I.* 192 - 2. 41, 163, 168
importregulering, frivillig 2. 80ff
indenbys veksler, forbud mod *I.* 21, 174, 220
indfødsret *I.* 93
indførsel af mønt *I.* 29
indkomstfordelingen *I.* 318
indkomspolitik 2. 76f, 92, 96, 105
indkomstskat, almindelig *I.* 95
indkomstskat, nationalbankens betaling af 2. 38
indkøbsforeninger *I.* 362
indlån i navneværdi *I.* 153f, 173
indlån i sølv *I.* 25, 147, 153, 173
indlån og bankaktier *I.* 268
indlånsbeviser *I.* 374 - 2. 294
indlånsrente *I.* 295, 325, 328, 330, 335, 341, 358, 378 - 2. 140, 143, 174, 179, 192, 240, 246
indlånsrente, nationalbankens *I.* 172, 342 - 2. 125, 211, 240, 245, 265
indlånsstigning, binding af 2. 196, 198, 246ff
indlånsvirksomhed, kurantbankens *I.* 25
indlånsvirksomhed, nationalbankens *I.* 254, 289
indskud, statskassens forrentning af *I.* 201f
indskud hos banker, sparekassernes *I.* 279
indskud i handelshuse *I.* 21, 155
indskud i statsgældskassen *I.* 188f
indult *I.* 105, 122ff, 140
industriaktieselskaber *I.* 272, 292, 321
industribanken *I.* 320
industrielle kreditforening, den *I.* 322, 324, 354f
industrifinansiering, statens deltagelse i 2. 293f
industriforeningen *I.* 268f
inflation *I.* 32, 87ff, 96, 122 - 2. 189, 196, 226f, 264, 266ff, 295, 331
- inflation, undertrykt 2. 250ff
internationale betalingsmidler, ikke metal-dækkede *I.* 335
internationalisering af kreditmarkedet *I.* 388
investering *I.* 215, 242f, 283ff, 318, 352 - 2. 72, 123f, 274, 276
investeringer, landbrugets *I.* 199f
investeringer, produktive 2. 282
investeringsbanktype *I.* 269
investeringskontrol 2. 254, 264, 309
islandske seddelbank, den *I.* 364
- J.A.K.-bevægelsen 2. 301
jernbanesystem, det jyske *I.* 294
Jylland, nationalbankens udlån i *I.* 224
Jyllands vestkyst, befæstningen af 2. 227
jysk kreditkasse, oprettelse af en *I.* 203f
- kanslergadeforliget 2. 156, 176ff, 307
kapitalbalancen *I.* 244, 287f, 316ff - 2. 120
kapitaleksport *I.* 199, 316f, 340 - 2. 41, 55ff, 168
kapitaler, opsigelse af *I.* 114
kapitalforsyningen, geografiske forskelle i *I.* 200f
kapitalimport *I.* 318f, 324, 347ff, 388, 394f - 2. 296
kapitelstakster *I.* 35
kassebeholdninger, passive 2. 327
kassebindingsregler 2. 243, 245ff, 253f, 259, 261, 265, 267, 269ff, 290ff, 295f, 300, 309, 320, 326
kassekredit *I.* 226, 267f, 271, 293, 340, 354, 359
kasseoverskud, det statslige 2. 293, 295
kassepraksis, sparekassernes *I.* 295
Kieler omslag *I.* 16, 111, 190, 302
Kjøbenhavns private Laanebank *I.* 269
kobbermønt *I.* 47
Kolding, nationalbankens filial i *I.* 364
kolonialvareafgift *I.* 97
komité af marts 1815 *I.* 115
komité vedrørende dækningsreglerne *I.* 248
komitésedler *I.* 88, 111ff, 125
kommercekollegiet *I.* 22f, 36
kommission vedrørende arbejderforhold *I.* 322
kommission vedrørende banker og sparekasser *I.* 382

kommission vedrørende møntvæsenet *I.* 19
 kommission vedrørende pengekursens fald
 I. 98
 kommissionen af 22.9.1784 *I.* 55f
 kommunekreditforeningen *I.* 355, 361
 kommunelån *I.* 278
 kommuner, støtte til *I.* 261
 kommunerne og kreditmarkedet *I.* 361
 kompagnihandel *I.* 63
 koncentration på kreditmarkedet *I.* 359f -
 2. 302
 koncessionsprincippet 2. 148, 150
 kongelige godser, salg af *I.* 54
 Kongens Bryghus *I.* 272
 Kongeriget Danmarks Hypotekbank *I.* 349,
 372
 konkursboer *I.* 202
 kontingentsystem *I.* 233f, 238, 289, 299,
 364ff
 konto kulant *I.* 271, 297
 kontrabogskonti med checks *I.* 356
 konvention mellem staten og kulantbanken
 I. 39ff
 konvertering *I.* 173, 193ff, 272, 324ff, 341,
 347 - 2. 156f, 160f, 178ff, 186ff, 193,
 196f, 240ff, 269, 274, 327, 330
 konvertering, den franske *I.* 194f
 konvertering, lov af august 1941 til lettelse
 af individuelle 2. 240f
 konvertering m. m. af kreditforeningslån,
 lov om foranstaltninger til lettelse af
 2. 179ff
 konvertering m. m. af landbrugets gæld,
 lovforslag om 2. 195f
 konverteringsafgift 2. 187, 190, 195, 208
 konverteringspræmie 2. 195
 konverteringsskat 2. 194
 konvertibilitet, fuld 2. 280
 Korea, krigsudbruddet i 2. 276
 kornlov af 1815, den engelske *I.* 113
 kornpriser *I.* 22, 35, 101, 113, 138f, 156f,
 165, 243f, 258, 311ff
 kornsalgssperioden *I.* 299
 kornsedler *I.* 110f
 kortfristede prioritetslån, lånefond for 2.
 305f
 kreditbeviser 2. 296
 kreditbeviser, rentebærende *I.* 255f
 kreditbeviser, statslige *I.* 301

kreditforening, afvikling af en *I.* 277
 kreditforening, kancelliets plan for en *I.*
 185f
 Kreditforeningen af Grundejere i Køben-
 havn *I.* 322
 Kreditforeningen af Grundejere i Sjællands
 Stift *I.* 275
 Kreditforeningen af Grundejere på Landet
 i Jylland *I.* 322f
 Kreditforeningen af jyske Landejendoms-
 besiddere *I.* 275
 Kreditforeningen af Købstadsgrundejere i
 Nørrejylland *I.* 275, 277
 kreditforeninger *I.* 125, 217, 250, 273ff, 295,
 322ff, 360 - 2. 303
 kreditforeninger, tilsyn med *I.* 361
 kreditforeninger og sparekasser, forholdet
 mellem *I.* 277
 kreditforeningskommissionen af 1933 2. 303
 kreditforeningslov *I.* 274
 kreditforeningstanken *I.* 185ff, 273
 kreditgivningens fordeling på erhverv, op-
 lysning om 2. 282
 kreditindskrænkninger, cirkulære om 2. 97f
 kreditkasse *I.* 50, 56, 65
 kreditkasse, den kgl. *I.* 122
 Kreditkassen for Husejere i Kjøbenhavn *I.*
 204, 276, 290, 321, 355
 Kreditkassen for Husejere uden for Køben-
 havn *I.* 203f, 217
 Kreditkassen for Jordejere i Sjælland og
 Møen *I.* 186
 kreditkasse til fremme af hoveriets afløs-
 ning *I.* 217
 kreditmarkedet, statens indflydelse på *I.*
 203f
 kreditmidler, voksende brug af *I.* 359
 kreditor og debitor, forholdet mellem *I.* 19,
 105, 114, 118f, 139f
 kreditpolitik, selektiv 2. 98, 167, 298f, 321
 kreditpolitikken, erklæring om 2. 167f
 kredit- og finanspolitiske forlig d. 25. marts
 1950, det 2. 274
 kreditrationering *I.* 220, 230, 250ff, 258,
 263, 358 - 2. 78, 96, 165ff, 207, 254,
 265, 275, 320f
 kreditsedler *I.* 111
 kreditvæsenets opretholdelse, en foranstalt-
 ning til *I.* 79

- krigen i 1864 *I.* 285, 289, 300f
 krigsfinansiering *I.* 84, 89, 94, 257, 300f - 2. 243ff
 krigsudbruddet 1848 *I.* 273
 Krimkrigen *I.* 258
 krisefonden 2. 179ff, 183, 190f, 200, 203
 krisefondens bestyrelse 2. 182
 krisefondens kursrisiko, nationalbankens deltagelse i 2. 188, 191
 krisefondens obligationsbeholdning 2. 198f
 kriseplan af 28. 3. 1783 *I.* 46f
 kriseplan af marts 1951, regeringens 2. 282
 kroner *I.* 13ff, 18, 308f
 kronegæld contra markgæld 2. 234
 kronchævning 2. 100f, 103f
 kronekursen, erklæring om 2. 203, 211
 kronens jordbesiddelser *I.* 39, 112
 kunder, nationalbankens *I.* 250f, 337f - 2. 14, 98
 kurant, omskrivning af fordringer i *I.* 105f
 kurantbanken *I.* 21f, 33ff, 54, 56f, 70, 72, 75, 79, 83, 91, 94
 kurantbanken i Hamborg *I.* 18f, 22
 kurantbankens udlån *I.* 24ff, 36ff, 40, 43, 46, 48, 74
 kurantfod *I.* 13, 16, 19
 kurantmønt *I.* 37, 71, 160ff, 228, 301
 kurantsedler *I.* 68, 72f, 76f, 79, 83f, 97
 kursegaliseringssfond 2. 90ff, 94, 99, 119
 kursrisiko for sedler *I.* 221
 kursspændvidden for obligationer 2. 187
 kurstab for obligationer 2. 303
 kursudviklingen for sedler *I.* 122, 150ff, 205
 kvadratmetertilskud 2. 308
 kvantitetsteorien *I.* 309 - 2. 156
 kvartprocentskatten *I.* 91ff
 kvartalskurs *I.* 127
 kvotientsystem *I.* 234f
 køb af banco, nationalbankens *I.* 158
 køb af obligationer, bankernes 2. 211
 køb af obligationer, banker og sparekassers 2. 71
 køb af obligationer, lånekassens *I.* 261
 køb af obligationer, krisefondens 2. 180, 183f
 køb af obligationer, nationalbankens *I.* 275 - 2. 19, 170, 179, 200, 210, 269, 271, 276, 304
 køb af obligationer, sparekassernes *I.* 278
 køb af obligationer, statens *I.* 274 - 2. 271
 køb og salg af obligationer, nationalbankens *I.* 298, 363 - 2. 19, 42, 125ff, 174, 180, 327
 køb og salg af obligationer, statens 2. 289, 294f
 købekraftsparitet 2. 46ff, 236f
 Københavns borgerrepræsentation 2. 23
 Københavns brand *I.* 22
 Københavns genopbygning *I.* 77
 København-Roskildebanelen *I.* 272
 Københavns Kreditforening *I.* 323, 326f
 københavnske banker *I.* 357f, 368, 387
 københavnske bankprojekter *I.* 268
 købstadssparekasser *I.* 294
 lagerskat *I.* 110
 landbokommissionen 2. 183, 203
 landbokommission, den lille *I.* 50
 landboreformerne *I.* 90
 landbosparekasser *I.* 294
 Landbrugernes Sammenslutning 2. 158, 169, 202ff
 landbruget *I.* 23, 64, 82, 90, 100f, 121ff, 149, 156f, 166, 172, 181, 197, 213f, 227, 263, 285f, 289, 291, 293, 313, 324ff, 344 - 2. 64, 80, 103, 155ff, 178, 202, 225f, 230f
 landbruget, antallet af helårsarbejdere i 2. 157
 landbrugets bytteforhold 2. 81, 202
 landbrugets driftslån *I.* 362
 landbrugets gældsbyrde, betjeningen af 2. 156f
 landbrugets gældsforhold m. m., lovforslag om 2. 193f
 landbrugets krav på L.S.' generalforsamlingen i Odense 2. 203
 landbrugets kritik af nationalbanken *I.* 342, 2. 157
 landbrugets særudtalelse 2. 92
 landbrugsformål, statens udlån til *I.* 362
 Landhusholdningsselskabets amtsbeskrivelser *I.* 199f
 landkreditobligationer 2. 180
 landmandsbanken *I.* 271, 293, 323, 331, 337, 340, 346, 356, 359, 375, 382, 388 - 2. 19, 73, 79ff
 landmandsbanken, statens forhold til 2. 219, 222ff

Landsbankernes Reallånefond 2. 311
 Landschaften, de tyske 1. 185
 landøkonomiske forskudsforeninger 1. 362
 latinske Møntunion, Den 1. 306
 lavrentepolitik 1. 175 - 2. 264ff, 268f, 330
 Laws bank 1. 58
 ledige penge 2. 39, 44, 62, 228, 243ff
 lejligheder, knaphed på 1. 346
 lejligheder, ledige 1. 368ff
 lejligheder under opførelse, antal 2. 201
 ligkasser 1. 280
 likviditet 1. 87, 170, 298f, 332f, 340f,
 363, 374f, 380, 384f - 2. 24f, 42, 44, 69,
 72f, 124, 149, 210, 243f, 249, 265, 277,
 294, 300, 309f, 321ff
 likviditet, bankernes 2. 253, 258, 269, 271f,
 277, 296f, 304f, 320f, 326
 likviditet, krav til bankers 2. 149, 151, 247,
 300
 likviditet, krav til sparekassernes 1. 336 -
 2. 301f
 likviditeten, nationalbankens syn på 2. 273
 Livrente- og Forsørgelsesanstalten af 1842
 1. 281f
 livsforsikring 1. 279ff
 Livsforsikringsanstalten i Kjøbenhavn 1.
 281f
 livsforsikringsselskab 1. 204, 276, 290, 321,
 355 - 2. 129, 302
 livsforsikringsselskabernes udlån 1. 282
 livsforsikringsvirksomhed, kontrol med 1.
 360 - 2. 302
 lock-outen i 1899 1. 346
 lokalbanker, dannelse af 1. 359
 lombardering af værdipapirer 1. 333
 London, forholdene i 1. 308
 lov af 12.7.1907 1. 367
 lov af 2. maj 1934 om visse spare- og ud-
 lånsvirksomheder 2. 301
 lov om hypotekforeninger 1. 361
 lov om købstadhypotekforeninger 1. 361
 lovbud vedrørende opgæld 1. 14ff
 Lov om oprettelse af kreditforeninger og
 lånekasser for grundejere 1. 275
 Lübeck, forholdene i 1. 16
 Laanebank, Københavns private 1. 269, 340
 Låne- og Diskontobanken 1. 377
 lånefond for kortfristede prioritetslån 2. 305f
 lånefond for landbrugere og købstadsbor-
 gere 1. 181

lånefond af 1908, oprettelse af 1. 377
 låneinstitut til fremme af selvejendom 1.
 217
 lånekasse 1. 23, 79, 83, 187f
 lånekasse for kongeriget, den midlertidige
 1. 381
 lånekasse for mindre industridrivende og
 håndværkere 1. 268f
 Lånekassen i København 1. 380
 lånekomiteen 1. 79
 låneudmålingen, realkreditinstitutionernes
 2. 303, 305, 307f, 315
 låntagerne, hensynet til 2. 299
 låntagning i nationalbanken, betingelse for
 de enkelte pengeinstitutters 2. 98
 maksimalopgæld, forordninger vedrørende
 1. 14ff
 maksimalpriser 2. 44
 maksimalrentebestemmelser 1. 21f, 80, 91f,
 100, 122, 202f, 251, 263 - 2. 125, 140,
 143ff, 180ff, 189, 192ff, 200, 240, 319
 maksimumkurs for valuta 2. 172
 Malling & Lund, kornfirmaet 1. 269
 markgæld contra kronegæld 2. 234
 marshallgavemidlerne 2. 308ff
 marshallhjælpen 2. 252, 259, 263ff
 marshallhjælpen, afskrivning på statens re-
 guleringskonto af provenu fra 2. 268,
 270
 marshallhjælp og kassereserver 2. 270ff
 marshallhjælpens kroneprovenu, udlån af
 2. 275
 meddelelse om betalingsmidler 2. 232
 memorandum af oktober 1940 2. 238
 memorandum af april 1943 2. 247
 memorial af 27. marts 1705 1. 15f
 Mendelsohn, huset 1. 304
 metalfond 1. 236f, 288f, 332, 338, 341, 365,
 375 - 2. 29f, 35f, 110ff, 223
 metalpenge 1. 66
 Midlertidig Lånekasse for Kongeriget 1.
 261
 misbrug af møntregale 1. 20
 mistillid til sedler 1. 51
 mobilieskat 1. 109, 111
 monarkiets fælleskasse 1. 260f
 monopoler 1. 74
 moratorium 1. 114
 moratoriets ophør 1. 140, 146, 150, 156, 181

- møntbeholdning, kuranthanken *I.* 41
 møntcirkulation *I.* 17f, 20, 27ff, 38, 61,
 160ff, 207, 233, 301f, 309
 møntfabrikation *I.* 13, 38, 47, 121
 møntkommission, dansk *I.* 307
 møntkontrollør *I.* 302
 møntkurs *I.* 14ff, 18, 40ff
 møntloven af 23.5.1873 *I.* 308 - 2. 107
 møntningsomkostninger *I.* 14, 117, 233, 246
 Møntunion, Den latinske *I.* 306
 Møntunion, den skandinaviske *I.* 307ff - 2.
 49, 89, 108, 110, 113ff
- nationalbankaktier *I.* 272 - 2. 139
 nationalbankaktier, spekulation i *I.* 239
 nationalbanken, lovgivning vedr. *I.* 107f,
 125, 127 - 2. 156, 212ff
 nationalbanken, indskud i *I.* 172f, 188, 216f,
 250, 254, 338 - 2. 265, 289
 nationalbanken, støtte til *I.* 254
 nationalbanken og bankloven 2. 148, 150
 nationalbankens aktiekapital *I.* 292
 nationalbankens balance 2. 25, 42
 nationalbankens forpligtelser *I.* 136, 219
 nationalbankens ledelse *I.* 125 - 2. 217f
 nationalbankens ledelse, uenighed i 2. 212ff
 nationalbankens memorandum af april 1943
 2. 247f
 nationalbankens opgaver *I.* 108, 136, 257,
 300, 335 - 2. 31, 221f
 nationalbankens organisationsform *I.* 367 -
 2. 213f, 217, 220
 nationalbankens skrivelse af februar 1946
 2. 253, 256
 nationalbankens stilling *I.* 36. 131, 232ff,
 245f, 253, 256, 292f, 295ff, 332f, 335f,
 338, 351, 353, 358f, 363, 365f, 389f - 2.
 162
 nationalbankens udlån *I.* 136, 171ff, 220ff,
 224, 248ff, 254, 258, 262, 295f, 303,
 331ff, 338, 340, 374, 388 - 2. 162, 170,
 271
 nationalbankens virkemidler *I.* 298, 364, 372
 nationalbanklånet af 1820 *I.* 154ff, 173
 nationalbankudvalg, rigsdagens 2. 217f
 nationalisering, kuranthanken *I.* 26, 42f
 nationalekonomisk møde *I.* 306
 naturaløkonomi *I.* 21, 123
 navneværdi *I.* 114, 122
 navneværdi, forbud mod lån i *I.* 173, 186
- nedskrivning af rigsbankdaleren *I.* 123f
 Nibe Bank *I.* 380
 nominelle rente af obligationer, den 2. 190,
 208, 243
 nordamerikanske frihedskrig, den *I.* 43
 nordisk seddelbankmøde 2. 126
 Norge *I.* 26, 106, 114f
 Norge, gældsopgørelsen m.h.t. *I.* 124
 Norges Bank *I.* 309f - 2. 25, 29, 35, 110,
 116, 219
 noteringskomité *I.* 245
 nulpunktsforskydning 2. 326
 Nykøbing F., nationalbankfilial i *I.* 337
- obligationer, dobbeltmøntede *I.* 323
 obligationer, frivillig emissionskontrol vedr.
 2. 190
 obligationer, intransportable *I.* 93
 obligationer, nationalbankens udstedelse af
I. 148, 150
 obligationer, parirentede 2. 303
 obligationer, tilgangen af 2. 315ff
 obligationer, udstedt af rigsbanken *I.* 106
 obligationers løbetid 2. 315
 obligationsbeholdning, nationalbankens og
 krisefondens 2. 198f
 obligationsbeholdning, nationalbankens be-
 holdning af S-obligationer 2. 284
 obligationsgæld, deling af de forskellige
 arter *I.* 135f
 obligationsgæld, rigsbankens forrentning af
I. 102
 obligationskurser *I.* 155, 192ff, 196, 275,
 277, 326, 374 - 2. 19, 45, 200, 260,
 267ff, 284, 287, 294, 304
 obligationslån, frivilligt *I.* 98
 obligationslån, optagelse af indenlandsk *I.*
 152f
 obligationsmarked, intereuropæisk *I.* 192f
 obligationsmarkedet og staten 2. 293ff
 obligationsmarkedet og industrien 2. 293f
 obligationsnotering *I.* 163, 190f
 obligationsudstedelsen, kontrol med 2. 193
 obligationsudstedelsen, rationering af 2. 297
 obligationsudstedende institutter, nye 2.
 310ff, 316
 Odense, forslag om et privat bankinstitut i
I. 265
 Odense, nationalbankens filial i *I.* 364
 offentlige kasser *I.* 36, 79

- offentlige stiftelser *I.* 201, 212, 216 - 2. 135, 141
- oktoberplanen 1931 *2.* 167, 170
- oktroj for privat bank *I.* 115
- oktroj, kuranbankens *I.* 23ff
- oktroj, nationalbankens *I.* 125, 127, 131ff, 150, 154, 172, 232ff, 255, 266, 270, 335, 364ff - 2. 14, 21, 28ff, 148, 164f, 188, 212f
- oktroj, speciesbankens *I.* 80
- oktroj komité *I.* 125, 127
- oktrojkommissionen *I.* 127, 131, 134, 137f, 147
- oktrojlov, den nye *I.* 375
- oktrojudvalget *2.* 213, 216ff
- omløbshastighed *I.* 31f, 60, 115, 136, 139, 143f, 178, 206, 208, 253ff, 293
- omsmeltning af gammel mønt *I.* 15f, 26
- omveksling af sedler *I.* 77f, 80, 84
- opgæld *I.* 14ff, 234
- opsparing, bunden *2.* 277, 282
- Ottawa-konferencen *2.* 172
- overbankdirektionen *I.* 46ff, 57, 72
- overenskomst mellem staten og nationalbanken *I.* 390 - 2. 14
- overformynderierne *I.* 123
- overformynderiet *I.* 201, 218, 290, 321, 355
- overrenteordning *2.* 296
- overskattedirektionen *I.* 39f, 42
- overskud, kuranbankens *I.* 55
- overskud, nationalbankens *I.* 132, 137, 154 - 2. 33
- pantegæld, kreditorers opsigelse af *I.* 164
- pantelån i Slesvig *I.* 303
- panteobligationer *I.* 21, 172, 190, 275
- paragraf 3 i lov om boligbyggeri *2.* 294
- pariføring *I.* 105, 137f, 148, 163, 167, 205ff, 232 - 2. 101f, 103f
- parikonvertering *2.* 183ff, 192ff
- parirentede obligationer *2.* 303
- Pariserbørsen *I.* 349, 351, 376
- partialobligationer, emission af *I.* 354
- partiernes 9-mands udvalg *2.* 239
- patent af 4.7.1818 *I.* 134
- pengecirculation *I.* 13
- pengeforsyningen 1660-1787, hovedtræk af *I.* 31
- pengeinstitutterne, nationalbankens henstilling til *2.* 266f
- pengekrisen 1857 *I.* 250, 257ff, 263, 276ff, 283, 304, 381
- pengemængde *I.* 17, 26ff, 30ff, 60f, 69f, 72, 74, 76ff, 81ff, 86, 93, 96, 99, 102, 115, 117, 119ff, 162, 189, 192, 206ff, 248f, 288f, 342 - 2. 42, 47f, 123f, 258, 265, 283ff
- pengepolitik *I.* 46f, 49ff, 81f, 94, 118, 149f, 153, 171, 180, 202, 252ff, 298, 330, 364ff, 386 - 2. 46ff, 123ff, 266, 283ff, 299, 319ff
- pengepolitik og finanspolitik, forholdet mellem *2.* 264
- pengepolitiske følger af afståelsen af hertugdømmerne *I.* 304f
- pengepolitiske målsætning, Hedtoft-regeringens *2.* 264f
- pengereformen af 5. januar 1813 *I.* 100ff, 104, 134
- pengeregighed *I.* 272, 283 - 2. 39, 44, 62, 228, 240ff, 265ff
- pengeregighedslovene *2.* 253
- pengeregighedspapirerne *2.* 245ff, 261, 264
- pengevæsenet i hertugdømmerne, kommission vedrørende *I.* 135
- pengeøkonomi *I.* 20, 31f
- pensionsforsikring *I.* 280
- pensionskasser *I.* 79 - 2. 129, 302, 314, 317
- personlig kredit, nationalbankens ydelse af *I.* 342
- placeringen af nationalbankens midler *I.* 223f
- placeringsmuligheder, privates *I.* 189
- placeringsregler *2.* 139f, 143, 298ff, 302
- plakat af 8.7.1785 *I.* 54
- plakat af 6.12.1799 *I.* 80
- plakat af 18.2.1801 *I.* 84
- plan af 25.5.1784, Schimmelmans *I.* 48f
- plan for binding af ledige penge, nationalbankens *2.* 245
- Pontoppidan, huset *I.* 259f, 262, 266, 275
- postgiro *2.* 110, 129, 189
- prioriteter *I.* 91, 122f, 164, 168, 172, 250, 273, 278, 282, 313f, 323
- prioritetshæftelse på fast ejendom *I.* 106
- prioritetsmarkedet, statens indgreb på *I.* 201f
- prioritetsskala, samfundsmæssig *2.* 282, 321
- priser *I.* 32, 35, 53, 60, 65ff, 74, 81, 86, 90, 116f, 156, 238, 241, 311ff, 340, 343 - 2.

- 43, 65, 68f, 74, 86, 88, 117f, 121f, 227, 238f, 250f, 278, 331
 prisfald *I.* 139, 144, 164f, 168, 180, 308, 311f, 321 - 2. 252
 priskontrol *I.* 106 - 2. 81
 prisniveau og arbejdsløshed 2. 278f
 prisniveau og pengemængde 2. 48
 pristalsregulering *I.* 108 - 2. 226
 pristilpasning og løntilpasning 2. 122
 privat bank, oprettelse af en *I.* 108, 227
 privatbanken *I.* 263, 270f, 279, 291f, 297, 299, 320, 340, 346, 359f, 368, 374f, 377, 382 - 2. 19, 80, 123
 privatdiskonterer *I.* 177f
 private pengeinstitutter, nationalbankens långivning til 2. 25, 42, 123
 procentdækning *I.* 364ff
 produktion *I.* 31f, 60f, 63, 65, 67, 72, 90, 115, 121, 136, 149 - 2. 57, 63, 69f
 produktionsbeskyttelse *I.* 331, 342 - 2. 16, 63, 76, 85f, 104f
 produktionsfond *I.* 65
 produktivitet, industriens 2. 122
 professorudvalget 2. 247
 provinsbanker *I.* 224, 259, 264ff, 271, 293, 353, 355ff
 provinsbanker, landmandsbankens overtageelse af *I.* 388
 provinsbanker, nationalbankens aftale med de ti største *I.* 337f
 provinsbankerne, henstilling til *I.* 333
 Provinsbankernes Realkreditfond 2. 311
 provinsbankernes årsmøde 2. 267, 269f, 275
 provinsbankers byggelån, genbelåning af 2. 210
 Provinsbankers Forening, De danske *I.* 360
 provinsen, lånevilkårene i *I.* 179f
 provinsen, pengeomsætningen mellem København og *I.* 338
 provinsens banker og sparekasser *I.* 261
 provinsens næringsliv, støtte til *I.* 260f
 public relation, nationalbankens 2. 75
 randersbevægelsen 2. 158
 realisationsfonden *I.* 91
 realisationsinstitut *I.* 111
 realisationskonto *I.* 208f, 237
 realkasse 2. 86
 realøkonomisk udvikling *I.* 22, 32, 42, 49ff, 136, 156f, 165ff, 209, 213ff, 241ff, 283ff, 311ff, 343, 368ff, 383ff - 2. 39ff, 64, 67, 86f, 119ff, 225ff, 250ff, 268, 271, 278ff, 287, 293, 298, 326, 330
 redegørelse af august 1940 2. 236f
 rediskontering *I.* 333, 390 - 2. 28, 162, 229, 277
 rediskonto *I.* 297 - 2. 126, 211, 289
 reform i 1813, den store *I.* 88, 114
 regering, forholdet mellem nationalbank og *I.* 131ff, 152, 254ff, 372, 389f - 2. 95f, 162, 166, 213, 223f, 246, 257, 261, 268, 272, 276, 281ff, 288, 293ff
 regeringen, uenighed i 2. 162
 regeringserklæring af 8. juli 1940 2. 235
 regeringserklæring af 31. juli 1940 2. 236
 regnskab, nationalbankens 2. 262
 regnskabskontrol, statens *I.* 106
 regressionsanalyse, simpel lineær 2. 330
 regulering, direkte 2. 250
 Reichsbank in Berlin *I.* 305, 363 - 2. 25, 29, 35, 110f, 219
 Reichskreditkassenscheine 2. 232
 reichsmark, kursen på 2. 56f
 reichsmark, obligationer i *I.* 323
 rejsevaluta, afgift på 2. 277
 rente, konjunkturbestemt 2. 208
 rente, konventionel bestemt 2. 200
 rente, retfærdig *I.* 251, 263
 rente, stabil *I.* 175f
 rentebyrde, nationalbankens *I.* 149
 rentebyrde, den kgl. kasses *I.* 217
 rentefond *I.* 55
 renteforventninger 2. 191, 269, 285
 rentehøjdens opsparingsfremmende virkning *I.* 341f
 renteindtægter, forslag om skat på 2. 183, 189
 rentekammeret *I.* 36f
 rentelettelse, individuel 2. 192ff
 rentelettelse ved konvertering, lovforslag om 2. 189f
 renten, udsving i 2. 327ff
 renteniveauet *I.* 22, 154, 191, 196, 199, 206, 272f, 289f, 324f, 335, 347 - 2. 44, 124, 174, 184, 240, 260, 265, 268, 270, 273ff, 290, 331
 renteniveauet, statsfinansernes betydning for *I.* 191
 rente og investering 2. 73
 rente og likviditet 2. 44, 73, 265

- rentepolitik, aktivitetsfremmende *I.* 352
 rentepolitisk deklaration *2.* 260
 rentesatser, de private banker og sparekassers *2.* 124f
 rentesatser, spændvidde mellem *I.* 361
 renteskat, overvæltning af *I.* 93
 renteudgift som risikopræmie *2.* 246
 renteydelser, statsgaranti for *I.* 322f
 repræsentantskab, nationalbankens *I.* 127, 132f, 146ff, 150, 153, 172, 176, 180, 211, 219, 223, 240, 366f - *2.* 29, 156, 165f, 191f, 217, 219f, 223, 245, 275.
 repræsentantskabets bopæl *I.* 133
 reservefond for staten *I.* 100, 102, 106f, 111, 114
 reserver, bankernes *I.* 338
 reserver, nationalbankens *I.* 240 - *2.* 30, 37, 262
 reskript af 11.7.1840 *I.* 236
 resolution af 5.7.1820 *I.* 186
 resolution af 31.3.1837 *I.* 223
 retsforfølgning *I.* 274
 revaluering *2.* 237ff, 244
 rigs- og ejendomsbank *I.* 100f
 rigsbank *I.* 105, 111, 125, 131, 134, 137ff, 160
 rigsbankdaler *I.* 100f, 104ff, 118
 rigsbankdaler, nedskrivning af *I.* 123f
 rigsbankdalerens parifering *I.* 204ff
 rigsbankens indtægter *I.* 106, 109
 rigsbankfoden *I.* 161ff
 rigsbankmønt, cirkulation af *I.* 227f
 rigsbankmøntfod *I.* 134
 rigsbankregningens afskaffelse, krav om *I.* 228
 rigsdagens valutaudvalg *2.* 170, 206
 rigsdagsmøde d. 25. november 1931, lukket *2.* 169
 rigsdaler *I.* 13ff, 308
 rigsmønt contra kurant *I.* 228
 rigsmøntveksler *I.* 176ff, 248
 rigsorter, anvendelse af *I.* 247
 riksbanklov, den svenske *2.* 48
 R.K.K. Scheine *2.* 232
 Roskilde stænderforsamling *I.* 204, 211, 216, 218, 228, 281
 Rothschild, huset *I.* 194f
 „run“ på pengeinstitutter *I.* 370, 377 - *2.* 20
 Rusland, støtten fra *I.* 68
 rustningsudgifter *I.* 17, 28, 84ff, 94, 106f, 113 - *2.* 309f
 råd, det økonomiske *2.* 156
 råvarepriserne *2.* 62
 salg af obligationer, bankernes *2.* 304f
 salg af obligationer, nationalbankens *I.* 151ff - *2.* 168, 207
 salg af obligationer, sparekassernes *I.* 279
 salg af sølv, speciesbankens *I.* 77
 Samfundshjælpen *2.* 78
 saneringsformål, statslån til *I.* 383
 Schleswig-Holsteinisches-Privat-Banquier-geschäft *I.* 227, 266
 seddelbanker, private *I.* 121
 seddelbeskyttelse *2.* 63, 76, 105
 seddelbrænding *I.* 83
 seddeltcirkulationen *I.* 52f, 70, 301, 309
 seddeldækning *I.* 76, 78, 81, 95, 219
 seddeldækningskravet, manglende opfyldelse af *I.* 258, 373
 seddeldækningsregler *I.* 232, 234ff, 245, 253f, 289, 299, 364ff, 375 - *2.* 29ff, 35, 46, 110, 164f, 219, 223
 seddelenhed, skandinavisk *I.* 309
 seddelfinansiering *I.* 44, 90
 seddelgæld *I.* 35, 133, 135f, 151
 seddelgælden, deling af *I.* 135f
 seddelinddragelse *I.* 17 38, 49, 53ff, 62ff, 66, 70, 72, 78, 82, 84f, 91, 96, 98, 101ff, 111, 117, 121, 126f, 132, 137, 141, 147ff, 205, 208f, 212, 219
 seddelinddragelse, fire forslag til *I.* 153
 seddelinddragelse, Schönheyders forslag til *I.* 152f
 seddelinddragningsforslag, Stemmanns andet *I.* 151
 seddelinddragningsplan, Stemmanns *I.* 148
 seddelinddragningspligt, nationalbankens *I.* 154
 seddelinddragningsprojekter, andre *I.* 152
 seddelindløselighed *I.* 17, 24, 26, 34f, 37ff, 46, 53ff, 61, 70, 81, 111f, 119f, 137, 232ff - *2.* 97, 108f, 166f, 215
 seddelindlån, konvertering af *I.* 173
 seddelkonvention, den norsk-svenske *I.* 310
 seddelkurs *I.* 17f, 39, 41f, 46f, 54, 56f, 62f, 68, 71ff, 75f, 84f, 89, 93f, 96f, 98, 104ff, 112ff, 117, 120, 121, 126, 137ff, 144ff,

- 149ff, 155, 157f, 164f, 174f, 205f, 208, 234
 seddelmonopol *I.* 105, 112ff, 175, 224, 255ff
 - 2. 27, 220
 seddelmængde *I.* 33f, 43, 46, 67ff, 71, 79, 88, 95, 104, 107, 109f, 112ff, 141ff, 154, 288f, 300 - 2. 30f
 seddelmængde, den ikke metaldækkede *I.* 333ff, 341, 363ff
 seddelmængden, strid om *I.* 102
 seddelombytning *I.* 104 - 2. 234
 seddelomløb, kuranthbankens *I.* 72, 75
 seddelomløb, speciesbankens *I.* 75
 seddelomløbet *I.* 37, 38ff, 76, 78, 84, 148, 234f, 331, 385 - 2. 41f
 seddelprivilegiet 2. 214
 seddelterritoriet *I.* 114
 seddeltilintetgørelse *I.* 208f, 237
 seddeltvang i hertugdømmerne, ophævelse af *I.* 159, 162
 seddeltyper, fremstilling af nye 2. 234
 seddeludstedelse *I.* 24, 27ff, 35, 38f, 55, 57, 77, 87f, 104, 119, 359 - 2. 14, 28ff, 36
 seddeludstedelse, maksimalgrænse for *I.* 109, 113, 234f, 237ff, 248, 255, 288, 299 - 2. 215
 seddeludstedelsesret *I.* 289, 363
 seddeludstedende „landesbank“, oprettelse af en *I.* 227
 seddelveksler *I.* 221
 sedler, een- og tokrone- 2. 21
 sedler, bestemmelser vedr. anvendelse af *I.* 163
 sedler, dobbelt benævnte *I.* 57
 sedler, hengemning af *I.* 122
 sedler, lov om indløseligheden af nationalbankens 2. 166f
 sedler, rentebærende *I.* 79, 87, 94, 112
 sedler, veksling af *I.* 37
 sedlernes tekst 2. 109
 sedlernes værdi *I.* 149, 165, 194
 sekundære anbringelser, sparekassernes 2. 301f
 selektiv diskonteringspraksis *I.* 250f
 selveje *I.* 111f, 219, 243, 273f
 selvfinansiering *I.* 282, 322 - 2. 298
 shilling-krone 2. 104
 sikkerhed for indskudte midler 2. 139f, 143, 149
 sikkerhedsstillelse, lån uden *I.* 374
 Sjællandske Jernbaneselskab *I.* 272
 skandinavisk møntenhed, fælles *I.* 306
 skandinaviske Møntunion, den *I.* 307ff - 2. 49, 89, 108, 110, 113ff
 skatkammerafdragsfond *I.* 91, 93, 95
 skatkammerbeviser *I.* 88, 91, 93f, 97, 99, 112, 253 - 2. 100, 129, 177, 245f, 294
 skatkammerfond *I.* 86, 90
 skatkammerrepræsentativer *I.* 96, 104
 skibsbygning, genbelåning af kredit til 2. 285
 skibskreditter, belåning af 2. 296
 skiftemidler *I.* 216, 250, 342
 skildvagter, kuranthbankens *I.* 26
 skilleløb *I.* 47, 162f, 301 - 2. 113f
 skilling *I.* 13
 skrivelse af november 1948, nationalbankens 2. 270
 skrivelse af august 1951, nationalbankens 2. 283
 skrivelse i forbindelse med devalueringen i 1949, nationalbankens 2. 272
 Slesvig *I.* 301ff
 Slesvig-Holsten, banken i *I.* 81
 Slesvig-Holsten, bankplaner for *I.* 55ff
 slesvig-holstensk kuranth *I.* 134
 slesvig-holstenske speciesbank, den *I.* 26, 83
 smughandel *I.* 95
 småsedler, inddragelse af *I.* 238
 snapsting *I.* 21
 S-obligationer, bankernes køb af 2. 289
 S-obligationer, lange 2. 285
 S-obligationer, nationalbankens beholdning af 2. 284
 S-obligationer, salget af 2. 330
 sociale ydelser 2. 156f
 sognesparekasser *I.* 294f
 sparekasseafdeling, industribankens *I.* 293
 sparekasseafdelinger, bankernes *I.* 295
 sparekasseafdelinger, landmandsbankens *I.* 293
 sparekassedirektører, lovens krav til 2. 137f
 sparekasseforening, stiftelse af en *I.* 336
 sparekasseforeningens årsmøde 1950 2. 275
 sparekasseinspektøren 2. 134, 136
 sparekassekommissionen *I.* 336
 sparekassemidler *I.* 216
 Sparekassen for Grevskabet Holsteinsborg *I.* 187

- Sparekassen for Kjøbenhavn og Omegn *I.* 188, 202f, 218, 328
- sparekasser *I.* 186ff, 218, 253f, 264, 267, 278f, 293f, 330, 333, 336 - 2. 42f, 71, 137ff, 196ff, 206, 242, 292, 320
- sparekasser, indlån i *I.* 218, 276ff, 288, 290, 293, 321, 333, 335f, 353f, 385 - 2. 70, 72, 244
- sparekasser, kritik af *I.* 335
- sparekasser, landmandsbankens overtagelse af *I.* 388
- sparekasser, lovgivning vedrørende *I.* 336, 352 - 2. 14, 134ff, 141ff, 146, 199, 302
- sparekasserenten *I.* 341f
- sparekasserne, begrænsning af indlån i *I.* 277
- sparekasserne, kontrol med *I.* 295
- sparekassernes inddragelse under likviditetsreglerne 2. 247f
- sparekassernes fondsbeholdning *I.* 335f
- sparekassernes indskud i statskassen *I.* 202, 278f
- sparekassernes placering af indskud *I.* 188f, 278f, 335f
- sparekassernes påtænkte fællesinstitut *I.* 360
- Sparekassernes stående udvalg *I.* 360
- sparekassernes udlån *I.* 218f, 277f - 2. 45, 173, 312, 316
- sparekasser og banker, forholdet mellem *I.* 278f, 289, 293ff, 316ff, 353, 359 - 2. 72, 128, 134f, 318
- sparekassernes vekseldiskontering 2. 135, 301
- sparekasser og kreditforeninger, forholdet mellem *I.* 277
- sparekassers virksomhed, de første *I.* 187ff
- sparekasse- og bankråd 2. 140, 143
- specie, in *I.* 13
- speciedaler *I.* 13ff, 43f
- speciefod *I.* 56
- specierigsdaler *I.* 14
- speciesbanken *I.* 41, 43, 68ff, 72, 74ff, 80ff, 131, 134
- speciesbankens overskud *I.* 72
- speciesbankens stilling *I.* 79f
- speciesbankplanen *I.* 111
- speciemøntfod *I.* 69
- speciessedler *I.* 72f, 76, 84
- speciesvaluta *I.* 98
- specieudmøntning *I.* 40f
- spekulation *I.* 96f, 139, 144, 146, 194, 387 - 2. 101f, 149, 327
- stabiliseringslån 2. 260
- staten, aftalen af 1860 mellem nationalbanken og *I.* 298
- staten, forholdet mellem kurantbanken og *I.* 24, 36f, 39ff, 48, 55, 83
- staten, forholdet mellem nationalbanken og *I.* 131, 133, 158, 181, 209ff, 256ff, 261, 298f, 341, 366f - 2. 214f
- staten, forholdet mellem rigsbanken og *I.* 102, 105f
- staten, forholdet mellem speciesbanken og *I.* 72, 77
- staten, indbetalinger til *I.* 24, 112f, 117
- staten, kurantbankens udlån til *I.* 26
- staten, nationalbankens afgift til *I.* 366 - 2. 30, 33, 36f, 111, 164, 166, 189, 214
- staten, nationalbankens långivning til *I.* 250, 257 - 2. 26f
- staten, nationalbankens låntagning hos *I.* 258f, 332
- staten, rigsbankens afgift til *I.* 106
- staten og kreditmarkedet *I.* 181, 183, 360ff - 2. 129, 293
- staten og nationalbanken, det finansielle mellemværende mellem *I.* 132ff, 254 - 2. 123, 293
- staten, overenskomst mellem nationalbanken og *I.* 298 - 2. 27, 100, 166
- statens boligfond 2. 73, 129
- statens budgetlægning *I.* 103
- statens deltagelse i en livsforsikringsordning *I.* 204
- statens faste kommissær, nationalbanken som *I.* 158
- statens finanser *I.* 16f, 21, 38ff, 49ff, 53, 55, 68ff, 77, 85f, 89ff, 101f, 107ff, 121, 125, 190ff, 195, 201, 211, 252, 274f, 278, 298, 322, 325, 348, 350, 378, 385f, 389 - 2. 88, 93, 99, 210, 257ff, 268, 280f, 293f, 327
- statens gæld til depositokassen *I.* 85, 91
- statens gæld til kurantbanken *I.* 37ff, 42f. 54f, 62, 67f, 75, 94
- statens indlån i handelsbanken *I.* 298
- statens indlån i nationalbanken *I.* 262, 298, 350
- statens indskud hos private banker *I.* 352
- statens kasser *I.* 56, 80

- statens långivning, motiver for 2. 306
 statens nettostilling over for nationalbanken 2. 26f, 41, 101, 287
 statens overtagelse af Sparekassen for Københavns og Omegn 1. 203
 statens overtræk i nationalbanken 1. 385, 389f - 2. 75, 77f, 215, 274, 281, 285, 288f
 statens overtræk, grundlovsmæssigheden af 2. 290
 statens reguleringskonto 2. 244, 253, 256ff, 262, 264, 267f, 270ff, 308f
 statens reservefond 1. 133f, 151, 273
 statens støtte til kuranthaven 1. 25f
 statens udlån 1. 67, 90, 141, 181ff, 201f, 362f - 2. 129, 271, 275, 280, 310, 312, 316
 Statsanstalten for Livsforsikring 1. 281
 statsbankordning 1. 367
 statsbankerotten 1. 100ff
 statsbeviser, rentebærende 1-årige 2. 27
 statsbudgettet, offentliggørelse af 1. 103, 106
 statsgaranti 1. 281 - 2. 60, 308
 statsgaranti for renteydelser 1. 322f
 statsgaranti vedrørende banker 1. 377, 379f
 statsgæld, bemyndigelse til ekstraordinær amortisation af 2. 294
 statsgældsbeviser 2. 245ff
 statsgældskassen, indskud i 1. 188f
 statskassen, placering af midler i 1. 183, 201, 278f
 statslån, opsigelse af 1. 183f
 statslån, uopsigeligt 1. 84f
 Statslånefond 1. 362
 statslån til kriseramte landmænd 2. 178
 statsobligationer 1. 17, 21, 118f, 143, 155, 183, 196, 212, 299, 324 - 2. 248, 266ff, 283ff, 287f, 294
 statsspareobligationer 2. 245f, 289
 statsstøtte til en kreditforening 1. 273f
 stavnsbåndets indførelse 1. 23
 stempelafgift af sparekasse- og bankbøger 2. 135f, 141, 144f
 stempelfrihed for kasseobligationer 1. 274 - 2. 182
 stempelpapirafgift 1. 95
 stempelpapirindtægt 1. 112
 sterling, inkonvertibel 2. 230, 251
 sterling, obligationer i 1. 323
 sterling, omlægning af 2. 256, 263
 sterling, overvurdering af 2. 107
 sterling, tilgangen af 1. 304f
 sterlingchecks 2. 203
 sterlingkursen 1. 93ff, 304 - 2. 99, 116, 165, 176f, 211, 229ff, 255ff, 272
 sterlingveksler, omveksling af 1. 261
 stiftergevinster 1. 272
 store nordiske krig, den 1. 16ff
 struktur, banksystemets 1. 359f, 351f
 stænderforsamlingerne 1. 161, 216, 277f, 280
 subsistensproduktion 1. 21
 substitution på låne markedet 2. 327
 sukkerhøsten på de vestindiske øer 1. 138
 svensk møntrevolution 1. 58
 svenske obligationer 1. 186
 Sveriges Riksbank 1. 309f - 2. 25, 29, 35, 110, 114f, 219
 sygekasser 1. 294
 syndikalister 2. 63
 systemskifte i 1901, det politiske 1. 348, 372
 syvårskrig, den preussiske 1. 37f, 104
 sæsonsvingninger i kreditvilkårene 1. 248ff, 299f, 363f
 sølv 1. 25, 46 f, 51f, 61, 68f, 74, 76, 81, 105, 110, 120, 126, 137, 139, 162ff, 207, 234, 238, 255, 300, 307 - 2. 21
 sølv, cirkulation af 1. 45, 141, 149, 159, 163, 207
 sølv, forbud mod udførsel af 2. 21
 sølv, forsendelsesomkostninger for 1. 246
 sølv, indlån i 1. 25, 147, 153, 173
 sølv, prioritetsgæld i 1. 313
 sølvbarrefod 1. 232ff
 sølvbarrer, nationalbankens køb af 1. 307
 sølvbevægelser, internationale 1. 60, 82, 207, 246f
 sølvfodsautomatikken 1. 247
 sølvfodslændenes veksleplads 1. 305
 sølvfond 1. 53, 77, 103, 105, 208, 233, 237, 248f, 262, 300
 sølvindhold 1. 13ff, 50, 104, 118
 sølvindløselighed, nationalbankens meddelelse om 1. 237
 sølv mønt 1. 108, 115, 139, 162f
 sølvparikursen 1. 14ff, 33
 Sølvprisen 1. 37, 306f
 sølvproduktion 1. 305
 sølvskat 1. 99

- sølvtoj, skat på *I.* 99
 sølvværdikurs *I.* 105, 108f, 122, 127
 Sønderjylland *2.* 65
- tab ved udlån, statens *I.* 182
 taksationsværdi *I.* 323
 termin, obligationshandel på *I.* 191 - *2.* 304
 terminsmarked for valuta *2.* 172
 thalere, preussiske *I.* 301
 tidsprincip *I.* 101f, 104f, 118
 tiedemannske bank, den *I.* 227ff
 tillægslån *I.* 360 - *2.* 98, 193
 tilsynsråd, sparekassernes *2.* 301f
 time-lags i pengepolitikken *2.* 320f, 331
 tinglæsning *I.* 21, 200
 toldbeskyttelse, skærpelse af den europæiske
I. 167
 toldbetaling *I.* 14ff, 109f
 toldforhøjelse *I.* 95, 97 - *2.* 92f, 96, 99
 toldlov, den tyske *2.* 237
 toldreformen af 1797 *I.* 90
 told- og møntunion, forhandlinger om en
2. 235ff
 tolvmillionsagen *I.* 134, 209ff, 224
 toskillinger *I.* 43
 trafikinvesteringer *I.* 284f, 311, 319f
 transaktionsbehov *I.* 144, 148f, 154, 156f,
 208, 234, 238, 289, 334
 tredieprioritetsinstitutter, obligationsudste-
 dende *2.* 293f, 296, 311
 tredieprioritetsordning, sparekassernes *2.* 313
 treårskrigen *I.* 255f, 278
 tvangsafståelser *I.* 313
 tvangsauktioner *I.* 157, 169
 tvangskonvertering *2.* 193
 tvangslån *I.* 99f
 tyske betalinger, bestemmelser vedr. *2.* 233f
 tyske betalingsmidler, forhandling om dan-
 ske contra *2.* 232ff
 tyske betingelser for kronehævningen *2.* 239
 tyske marked, forsyninger til det *2.* 226f
 tyske rigslov af 4.12.1871, den *I.* 307
 tyske udgifter, dækning for *2.* 232ff, 243
 Tyskland og England, det handelspolitiske
 forhold til *2.* 225
 tællende kapital *I.* 51ff, 55
- udbytte, kuranbankens *I.* 40, 42
 udbytte, nationalbankaktionærernes *I.* 232,
 236, 239f
 udbytte, pengeinstitutternes *2.* 135
 udenlandsk gæld *I.* 48, 77, 387 - *2.* 230,
 279
 udenlandsk långivning *2.* 55ff, 78
 udenlandsk låntagning *I.* 34f, 39, 42, 46f,
 54f, 70, 124, 126, 138, 146f, 150, 181,
 191f, 194, 252, 301, 318, 327, 330, 332,
 334, 348ff, 372, 376, 385f - *2.* 90, 100,
 164f, 172, 251, 263, 278ff, 296, 330,
 347f, 350
 udenlandske tilgodehavender, kommercielle
2. 231
 udenlandske værdipapirer, belåning af *I.*
 331f
 udenlandske værdipapirer, sparekassernes
 køb af *I.* 335f
 udenrigshandel *I.* 36, 47, 50f, 53, 60, 62ff,
 67f, 71, 75, 81, 96, 108, 113, 117f, 120,
 122, 138, 141, 166ff, 197f, 213f, 241ff,
 248, 252, 285ff, 304, 314f, 328, 344 -
2. 40f, 54, 68, 160f, 226, 230, 238, 251f,
 263, 268, 278f, 284f
 udenrigshandelspolitik *I.* 167, 286, 342 - *2.*
 56ff, 92f, 225, 239, 251, 268, 274, 324
 udførsel af mønt *I.* 15, 29, 35ff, 115
 udgifter til foranstaltninger til imødegåelse
 af pengerigeligheden *2.* 262
 udløsningseffekt *2.* 330
 udlån på kapitalmarkedet *2.* 312, 316
 udlånene, begrænsning af *2.* 289, 291f
 udlånsaftale med bankerne, nationalbankens
2. 297, 320
 udlånsfond, rigsbankens *I.* 105, 115
 udlånspolitikken gennembrud *I.* 279f
 udlånsrente *I.* 24 - *2.* 162
 udlånsrenten, påbud om sænkning af *2.*
 195f
 udlånsrente, vedtagelse angående spare-
 kassernes *I.* 336
 udmøntning *I.* 17, 27, 43, 69, 207
 udmøntning, udenlandsk *I.* 20
 udmøntning af skillemønt, dalere og specier
I. 162f
 udmøntning af 8 skillinger *I.* 13, 15ff
 udmøntning af 16 skillinger *I.* 18f
 udstykningsforeningernes virksomhed *I.* 362

- ul style="list-style-type: none; padding-left: 0;">
- udtalelse af oktober 1940, nationalbankens 2. 238
- udtalelse til folketingsudvalget vedrørende lov om boligbyggeri, nationalbankens 2. 295
- udtræk fra pengeinstitutter, begrænsning af 2. 20f, 229
- udvalg vedrørende seddelinddragelse, nationalbankens 1. 205ff
- umyndiges midler 1. 21, 100, 122f, 201f - 2. 135, 141
- underkurs, lån til 2. 319
- Union, selskabet 1. 280
- unionsbruddet 1. 310
- USA, borgerkrigen i 1. 305
-
- valuta, retningslinier for tildeling af 2. 168f
- valutaaktionen, lovligheden af 2. 204f
- valutacentral 2. 98f, 169, 208
- Valutafond, Den internationale 2. 257, 263 277, 293
- valutafællesrådet 2. 79ff
- valutahandelen, centralisering af 2. 98f, 168f
- valutakommissionen 2. 84f
- valutakommissær, statens 2. 169
- valutakonference, den skandinaviske 2. 75, 87ff, 105
- valutakrævende varer, direkte regulering af 2. 274
- valutakurs 1. 32, 53, 66, 245f - 2. 50, 65f, 69, 81, 84ff, 93ff, 99ff, 117, 119f, 163f, 172, 189, 196, 229ff, 237ff, 255, 272
- valutakurser, differentierede 2. 226
- valutakurser, multiple 2. 286
- valutakurser, nominelle 2. 164, 169
- valutakursfastsættelse 1. 97, 245ff - 2. 163ff, 172f, 236
- valutakursnotering i London 1. 304
- valutalovgivning 2. 168f, 171ff, 176, 205, 208, 224
- valutamarkedet, nationalbankens operationer på 1. 146
- valutaomlægning 2. 230
- valutaplanen 2. 96f
- valutapolitikken 2. 88ff, 103, 166ff, 189, 209ff, 257
- valutapolitik og kreditpolitik 2. 169f
- valutapuklen 2. 251
-
- valutarationering 1. 97 - 2. 80, 159, 168f, 229
- valutareformen i 1813 1. 159
- valutaråd 2. 96, 99f
- valutastilling 1. 238, 316, 332, 338ff, 347, 373, 380, 384, 386f - 2. 99, 160ff, 165, 168, 225, 229ff, 252, 271, 275, 287ff
- valutastrejke 2. 203f
- valutaterminsmarked 2. 172
- valutatilbageholdelse 2. 168, 230
- valutaudvalg, rigsdagens 2. 103, 166f, 171f
- vareskat 1. 109f
- vårige forbrugsgoder 2. 132
- vekselanordning for Flensborg by 1. 227
- vekseldiskontering 1. 22, 79, 176ff, 220, 229f, 248, 278, 300, 390 - 2. 78
- vekselerer 1. 387f
- vekselgæld, udenlandsk 1. 77
- vekselkontor, oprettelse af et statsligt 1. 139
- vekselkredit 1. 77, 264, 354, 357
- vekselkreditter, finansministeriets 1. 195
- vekselkurs 1. 33ff, 38f, 41, 43, 50ff, 59, 67f, 80f
- veksellov af 1681 1. 21
- veksellovgivning 1. 221
- vekselomsætningen, indskrænkning i 1. 97, 174f
- veksler, indenbys 1. 21, 174, 220
- veksler, indkassering af 1. 338
- vekslernes kvalitet 1. 250, 297
- veksling af fordringer 1. 100
- verdensbanken 2. 263
- vestindiske seddelbank, den 1. 364
- vestjydske kreditforening, den 1. 303
- Viborg, snapstinget i 1. 111, 190
- Viborg stænderforsamling 1. 200f, 203, 223ff, 228
- vintold 1. 351, 373, 376
- virksomheder, kreditgivning mellem 2. 22
- værdipapirer, udenlandske 2. 231
- værditeori 1. 116
-
- Wienerfreden af 1864 1. 288
- Wienerkongressen 1. 167
- Wienerpatent 1. 103f
- Wilson-lånet 1. 195
-
- økonomisk vækst og udenlandsk låntagning 2. 279f

økonomiske råd, det 2. 169

Øresundsfonden I. 261

øresundstolden I. 138, 260

Østersøiske Handelskompagnis udlån I. 229f

Østifternes Kreditforening I. 275, 329f

Østifternes Stænderforsamling I. 161

østrigsk reform I. 103f

åbne brev af 30.7.1813, det I. 108, 115

åbne brev af 6.4.1818, det I. 127

åbne brev af 4.2.1820, det I. 154

Ålborg, nationalbankfilial i I. 337

Århus, bankkontoret i I. 225f, 265, 333