

RENTEUDVIKLINGEN I DE SENERE AAR¹⁾

Af JØRGEN PEDERSEN

NAAR man studerer Renteforholdene her i Landet efter Krigen og specielt i Aarene efter 1931, finder man, at Rentesatserne opfører sig paa en helt anden Maade, end man tidligere har været vant til. Den mest karakteristiske Forskel er vel, at Renten af langfristede Laan, Obligationer, svinger langt voldsommere end tidligere, hvorimod Renten af kortfristede Laan er mere stabil end tidligere.

Jeg har undersøgt Forholdene fra Midten af forrige Aarhundrede²⁾; der findes i det 19. Aarhundrede ret betydelige Langtidsbevægelser. Saaledes var Udbyttet af Kreditforeningsobligationer i aaben Serier 1855 gennemsnitligt 4,1 %, naaede gradvist til et Højdepunkt i 1870 med 4,7 %, men sank derefter gradvist til 4 %, som det holdt sig paa fra 1890 til 1896; derefter stiger Udbyttet atter gradvist til 4,7 % i 1919, men det maa understreges, at disse Bevægelser foregik uhyre jævnt med meget smaa Svingninger fra Maaned til Maaned og Aar til Aar; der findes ikke i den hele Periode noget Tidspunkt, hvor Svingningerne i Aarsgennemsnittet fra et Aar til et andet har oversteget $\frac{1}{5}$ af en Procent.

Fra 1919 bliver dette anderledes. Aarsgennemsnittet for 1920 er saaledes $\frac{7}{10}$ % højere end det foregaaende Aar, og det næstfølgende Aar er der et Fald paa $\frac{6}{10}$ %; fra 1923—24 har vi en Stigning paa $\frac{1}{2}$ %. Vi ser altsaa, at der her fra et Aar til et andet sker Svingninger, som det tidligere tog en Snes Aar at frembringe.

Fra 1924 til 1931 kommer vi atter ind i en noget roligere Periode, og man drømmer sig paa dette som paa saa mange andre Omraader tilbage til gamle Dage; men fra og med 1931 kommer Obligationskurserne atter ind i lunefulde Svingninger og nu meget voldsommere end nogensinde tidligere. Endnu i Juli 1931 var Ud-

¹⁾ Denne Artikel er med visse Ændringer og Suppleringer et Foredrag holdt i Forsikringsforeningen i November 1938.

²⁾ Økonomi og Politik 1930, S. 000.

RENTEUDVIKLINGEN I DE SENERE AAR¹⁾

Af JØRGEN PEDERSEN

NAAR man studerer Renteforholdene her i Landet efter Krigen og specielt i Aarene efter 1931, finder man, at Rentesatserne opfører sig paa en helt anden Maade, end man tidligere har været vant til. Den mest karakteristiske Forskel er vel, at Renten af langfristede Laan, Obligationer, svinger langt voldsommere end tidligere, hvorimod Renten af kortfristede Laan er mere stabil end tidligere.

Jeg har undersøgt Forholdene fra Midten af forrige Aarhundrede²⁾; der findes i det 19. Aarhundrede ret betydelige Langtidsbevægelser. Saaledes var Udbyttet af Kreditforeningsobligationer i aaben Serier 1855 gennemsnitligt 4,1 %, naaede gradvist til et Højdepunkt i 1870 med 4,7 %, men sank derefter gradvist til 4 %, som det holdt sig paa fra 1890 til 1896; derefter stiger Udbyttet atter gradvist til 4,7 % i 1919, men det maa understreges, at disse Bevægelser foregik uhyre jævnt med meget smaa Svingninger fra Maaned til Maaned og Aar til Aar; der findes ikke i den hele Periode noget Tidspunkt, hvor Svingningerne i Aarsgennemsnittet fra et Aar til et andet har oversteget $\frac{1}{5}$ af en Procent.

Fra 1919 bliver dette anderledes. Aarsgennemsnittet for 1920 er saaledes $\frac{7}{10}$ % højere end det foregaaende Aar, og det næstfølgende Aar er der et Fald paa $\frac{6}{10}$ %; fra 1923—24 har vi en Stigning paa $\frac{1}{2}$ %. Vi ser altsaa, at der her fra et Aar til et andet sker Svingninger, som det tidligere tog en Snes Aar at frembringe.

Fra 1924 til 1931 kommer vi atter ind i en noget roligere Periode, og man drømmer sig paa dette som paa saa mange andre Omraader tilbage til gamle Dage; men fra og med 1931 kommer Obligationskurserne atter ind i lunefulde Svingninger og nu meget voldsommere end nogensinde tidligere. Endnu i Juli 1931 var Ud-

¹⁾ Denne Artikel er med visse Ændringer og Suppleringer et Foredrag holdt i Forsikringsforeningen i November 1938.

²⁾ Økonomi og Politik 1930, S. 000.

byttet af Østifternes 4 % aabne Serie 4,5—4,6 %, men ved Udgangen af Aaret var det steget til 5,3 à 5,4 %, altsaa med ca. $\frac{9}{10}$ af en Procent eller i Løbet af faa Maaneder Bevægelser større end nogen-sinde tidligere selv over lange Perioder.

Paa dette Niveau holdt Rentefoden sig i ca. $\frac{1}{2}$ Aar, hvorefter den i Løbet af sidste Halvdel af 1932 sank tilbage til det Niveau, den havde før Krisens Udbrud, nemlig ca. $4\frac{3}{4}$ %. Paa dette Tidspunkt er det, at Nationalbanken begynder sine Opkøb; senere i Løbet af 1933 sætter Krisefonden ind med Opkøb, og Resultatet bliver, at Renten naar et Minimum paa ca. 4,2 % ved Slutningen af 1934. I Mellemtiden havde den dog fra Dag til Dag og Maaned til Maaned svinget ret voldsomt op og ned under Paavirkning af Rygter om Kuponskat, Tvangskonvertering m. v.

Med Begyndelsen af 1935 standsede imidlertid Nationalbankens Opkøb, ja Banken begyndte endog i August at sælge Værdipapirer, en kraftig Stigning i Renten blev straks Følgen, og i Maj 1937 naaedes et nyt Maksimum med 5 %; derefter fulgte et Fald paa ca. 0,3 % i Løbet af Resten af Aaret 1937.

Den Udvikling, som jeg her i korte Træk har skildret, betyder formentlig en kraftig Ændring i Folks (og Institutioners) Indstilling over for Obligationer. Fra at være et udpræget Anlægspapir, er det blevet et Spekulationspapir; den, der i Januar 1932 købte en Kreditforeningsobligation, vilde ved at sælge den i 1934 have tjent ca. 30 %, og den, der paa sidstnævnte Tidspunkt havde købt, vilde midt paa Sommeren 1937 have lidt et Tab paa 15 à 20 %. Det fremgaar heraf, at Papirets Forrentning bliver et Spørgsmaal af underordnet Betydning, mens Værdisvingningerne bliver det dominerende Element.

Hvorledes dette vil virke paa den gennemsnitlige Rentefod ved Obligationslaan over lange Perioder i Sammenligning med andre Pengeanbringelser, er ikke let at svare paa; det beror paa Folks Tilbøjelighed til Spil. Hvis Muligheden for en let og hurtig Gevinst vejer tungere end den samme Chance for Tab, altsaa hvis Trangen til Lotterispil ikke er tilfredsstillet af de ordinære Lotterier, saa vil Gennemsnitskursen rimeligvis komme til at ligge relativt højere, end hvis Kursen var mere stabil; i hvert Fald vil det ikke kunne bestrides, at naar det Lotterimoment, som i Forvejen ligger i Udtrækningschancen, for saa vidt angaar særlig lavt forrentede Obligationer, forstærkes med disse voldsomme Kurssvingninger, frembyder Obligationer virkelig en Chance for det spillelystne Publikum.

Men medens man ikke paa Forhaand kan sige noget om, hvorvidt Obligationernes forøgede Karakter af Spekulationspapirer vil virke paa Efterspørgselssiden, maa det anses for givet, at denne Udvikling betyder en Ulempe betragtet fra et Financieringssynspunkt. De voldsomt svingende Kurser paafører den, der vil starte et Byggeforetagende, en uhyre forøget Risiko; ikke alene maa han regne med stor Usikkerhed med Hensyn til den Rentefod, han skal kalkulere med, men et eventuelt Kursfald under Byggeperioden kan gøre det vanskeligt eller umuligt for ham at skaffe den Kapital, han skal bruge til Financieringen. Konsekvensen maa formodentlig blive, at Bankerne indretter deres Byggelaan i Overensstemmelse med denne forøgede Risiko, og at der følgelig maa kræves en større Egenkapital for overhovedet at inklade sig paa Byggeri. Den forøgede Risiko maa vel i det hele give sig Udslag i, at man gennemgaaende maa kalkulere med højere Husleje for at give sig til at bygge, saaledes at Risikoen til syvende og sidst kastes over paa Huslejen.

Det næste Skridt maa vel saa blive at søge nye Financieringsformer, og her skulde jeg tro, at Aktieselskabsformen maatte have en Chance for saa vidt angaar forretningsmæssigt Storbyggeri. Ikke saaledes, at et Aktieselskab supplerer sin Egenkapital med Obligationslaan, hvorved hele Risikoen koncentrerer sig paa en beskeden Marginal af Egenkapital, men saaledes at hele Financieringen foregaar ved Aktiekapital. Da Huslejen er relativt stabil, vil man formentlig derved kunne skabe et Papir, der, naar en fornuftig Henlæggelsespolitik drives, kan afløse Obligationerne som Anlægspapirer med nogenlunde fast Udbytte. Ved en saadan Financieringsform opnaar man formentlig ogsaa at komme ud over de Vanskeligheder, der altid har knyttet sig til Financieringer af Byggeriet ud over Kredit- og Hypoteksforeningslaanene.

En Begyndelse i denne Retning er saa vidt jeg forstaar gjort med Oprettelse af Aktieselskabet »Stabilia«.

Det er muligt, at en saadan Financieringsform vil vise sig at være billigere end Financieringen med Obligationer selv under en jævn Kursudvikling, men der er næppe Tvivl om, at indtil en saadan Form for Financiering er slaaet igennem, vil Obligationernes ændrede Karakter virke som en Hemske for Byggeri- og anden Anlægsvirksomhed.

Maaske kunde man ogsaa komme andre Veje ud. Vilde det f. Eks. være helt umuligt at optage Obligationslaan, naar Byggeplanerne med tilhørende Overslag over Omkostninger (med bin-

dende Tilsagn fra Entreprenører) og Indtægter forelaa. Provenuet kunde saa deponeres i en Bank og udbetales, efterhaanden som Byggeriet skred frem, ganske som det nu er Tilfældet med Bankernes Byggelaan. Derved vilde opnaas, at Bygherren kunde kalkulere med de nuværende i Stedet for med fremtidige Kurser, som han jo ikke kender. Fremgangsmaaden vil sikkert møde adskillige Vanskeligheder; der vil ogsaa blive Tale om et beskedent Rentetab, nemlig Forskellen mellem Renten af det af Laanets Beløb, som gennemsnitlig indestaar i Banken i Byggeperioden, og Bygherrens Indlaansrente. Beløbet vil dog være kendt og kan indgaa i Kalkulationen.

Det næste Spørgsmaal bliver nu: hvad er Aarsagen til, at Obligationerne saaledes har skiftet Karakter?

Før Krigen fandtes der et internationalt Kapitalmarked. I alle de Lande, der var tilknyttet Guldmøntfod-Systemet, forløb Renteudviklingen parallelt. Renteniveauet var højere i Debitor- end i Kreditorlandene, men Forskellen var temmelig fast; der var i ethvert Land med ordnede Forhold et internationalt præget Materiale, og naar Rentemarginalen tenderede ud over en vis Størrelse, fandt en Udligning ret hurtigt Sted.

Tiden fra Fredsslutningen til 1931 danner en Overgangsperiode; der var i denne Periode en vis Forbindelse mellem de nationale Kapitalmarkeder, men den tidligere hastige og gnidningsfrie Tilpasning var borte, og Markedet var i det hele taget meget ufuldkomment. Den stærke Stigning i Rentefoden her i Landet i 1920 var af international Karakter; det var de kraftige Deflationsbestræbelser, der fandt Sted i en Række Lande umiddelbart efter Krigen, der fremkaldte den høje Rente. Den voldsomme Rentestigning i 1924 og det høje Renteniveau i de følgende Aar var derimod et specielt dansk Fænomen og var foraarsaget ved den Deflationsproces, som man dengang gennemtvang.

Fra og med Finanskrisen i 1931 blev de internationale Forbindelser paa Kapitalmarkedet imidlertid helt afbrudt; en vigtig Del af de Kræfter, der hidtil havde været afgørende for Renteudviklingen her i Landet, var dermed sat ud af Funktion, og i denne Tilstand er der ikke til Dato sket nogen virkelig Ændring. Det er imidlertid klart, at saa længe Varerne frit — eventuelt reguleret noget ved Told — kan vandre fra Land til Land, og bestemte Vekselkurser tilstræbes eller skal opretholdes, er Rentefoden her i Landet dog stærkt betinget af Forholdene i Udlandet. Daarligt Høstudbytte, Ændring i Bytteforholdet mellem Eks- og Import-

varer til vor Ugunst, Stigning i Omkostningsniveauet her i Landet o. l., vil, naar importregulerende Foranstaltninger ikke træffes, og naar bestemte Vekselkurser skal opretholdes, fremtvinge Kreditindskrænkning, og det er indlysende, at denne, under saadanne Forhold, maa blive langt voldsommere, end naar en Udligning kan finde Sted gennem et fuldkomment fungerende internationalt Kapitalmarked. Det er vel her vi har Hovedforklaringen paa de voldsomme Bevægelser i 20'erne.

Det er derfor ogsaa naturligt, at samtidig med Sammenbrudet af det internationale Kapitalmarked maa enten Vekselkurserne gøres frie, eller ogsaa maa Varehandelen bindes, Importregulering og Kontrol med Valutatransaktioner maa indføres; i modsat Fald vilde man komme ud for saa voldsomme Svingninger i Rente- og Kreditforholdene, at Erhvervslivet vilde ødelægges derved.

Det er disse Forhold, der forklarer de mindeværdige Tilstande i Slutningen af Aaret 1931 og Begyndelsen af 1932; det internationale Kapitalmarked var brudt sammen; man ønskede her i Landet at opretholde en højere Kronekurs, end de økonomiske Forhold — hvad enten man saa den paa kortere eller længere Sigt — berettigede til; man udløste derved to Kraftomraader: Kapitalflugten og den stærkt negative Vare- og Tjenestebalance. Ved en Kreditindskrænkning saa drastisk, som man ikke tidligere har set Mage til her i Landet, søgte man at modvirke disse Kræfter, idet man satte store Dele af Landets Erhvervsliv i Staa, hvorved Importen af Raavarer straks formindskedes voldsomt, ligesom ogsaa Indtægtsnedgangen hos Befolkningen svækkede Indkøbene fra Udlandet.

Fra Udgangen af Januar 1932 indførte man imidlertid, som vi ved, Importregulering og Kontrol med Kapitaloverførsler, og dermed var den direkte Forbindelse med Udlandet, for saa vidt angaar Renteniveauet, definitivt skaaret over.

Hvilke Kræfter blev herefter afgørende for Renteudviklingen her i Landet? Saa længe der er et internationalt Kapitalmarked, kan man sige, at Renteudviklingen og Renteniveauet i et lille Land er bestemt af Verdensmarkedet, men hvad bestemmer Renteniveauet og Renteudviklingen i Danmark som et lukket Land?

Man faar ofte det Svar, at det er Opsparingen, der bestemmer Rentefoden; men dette Svar er utilfredsstillende, for Opsparingen er ikke nogen primær Aarsag, den er selv bestemt af økonomiske og andre Forhold, og blandt disse er **I n d k o m s t e n** den afgørende; hvor meget vi opsparer i en given Tidsperiode, beror først

og fremmest paa Indkomsten og dens Bevægelser; men Indkomsten og dens Bevægelser er bl. a. og væsentligt bestemt af Rentefoden; vi ræsonerer derfor i en Ring, naar vi taler om Opsparingen som bestemmende for Rentefoden¹⁾.

Man kommer Kærnepunktet i Sagen betydeligt nærmere, naar man siger, at det er Danmarks Nationalbank, der bestemmer Rentefoden under saadanne Forhold. Dette Svar er ganske vist heller ikke udtømmende, for Bankens Dispositioner svæver ikke i Luften, og der er kraftige Bremses paa den Vilkaarlighed, der kan udvises, fordi Vilkaarligheden faar visse Konsekvenser, der i givet Fald kan blive af en saadan Karakter, at de lægger stærkt Baand paa Bankens Handlinger. Ikke desto mindre gælder det utvivlsomt, at naar man spørger om, hvad der bestemmer Rentefoden i et Samfund som vort, har man rettet sit Blik i den rigtige Retning, naar man retter det mod Landets Centralbank.

Af Hensyn til den videre Diskussion vil det være hensigtsmæssigt at sondre mellem de helt kortvarige, de middellange og de langsigtede Bevægelser i Rentefoden for lange Laan. Hvad den første Slags Bevægelser angaar, da er der vel ikke mange, der finder paa at henføre dem til Opsparingen; disse Svingninger, der har været saa udprægede i de senere Aar, beror i Reglen paa de saa hyppigt forekommende Rygter, snart om Særskatter, snart om Gældsnedskrivning eller Moratorium o. l. Ting. Den Slags Svingninger kan for saa vidt siges at skyldes Nationalbanken, som denne Bank, der vel i Realiteten kan betragtes som en Statsinstitution, dels maa vide Besked med, om Rygterne er rigtige, dels utvivlsomt er i Stand til at hindre saadanne Svingninger. Der kan ikke være Tvivl om, at Banken gennem Køb og Salg af Obligationer kan hindre saadanne lunefulde Kurssvingninger fra Dag til Dag. Hvis man ikke vilde lade Nationalbanken direkte varetage denne Kurspleje, kunde man benytte en anden offentlig Institution som f. Eks. Kongeriget Danmarks Hypotekbank dertil. Disse lunefulde Svingninger, der medvirker stærkt til at give Obliga-

¹⁾ Kun for det Tilfælde, hvor der er absolut fuld Beskæftigelse, sætter Opsparingen en Undergrænse for Rentefoden. Det er Keynes' store Fortjeneste, at han i sin Bog: *The General Theory of Employment, Interest and Money* saa stærkt har fremhævet Afhængigheden mellem Rentefod og Indtægt og dermed mellem Rentefod og det opsparede Beløb. Dermed skal ikke være sagt, at Økonomerne før Keynes ikke har haft Øje for Indkomstens Betydning for Folks Opsparingsevne, men Diskussionen har i Reglen bevæget sig paa det rent abstrakte Plan, hvor fuld Beskæftigelse forudsattes.

tionerne et Spekulationspapirs Karakter, gaar jeg ud fra, at alle undtagen maaske visse Spekulanter anser for skadelige, og man tør vel derfor sige, at Nationalbanken burde afskaffe dem snarest muligt. Opgaven vilde næppe være svær, thi naar Banken blot gennem nogen Tid havde ladet Kursen forblive upaavirket af alle Panikstemninger eller Rygter, vilde disse ikke længere vinde nogen Tiltro, og de spekulative Transaktioner vil afsvækkes.

Der er vel forøvrigt ingen Tvivl om, at Nationalbanken — ikke mindst under de urolige internationale Forhold i Efteraaret 1938 — har øvet en saadan stabiliserende Indflydelse paa Kurserne. Der ses heller ikke at være nogen Anledning til at saadanne Forstyrrelser skal have Lov at paavirke Obligationskurserne her i Landet.

Af en helt anden Karakter er de middellange Bevægelser, d. v. s. Bevægelser der strækker sig over nogle Maaneder op til nogle faa Aar. De adskiller sig fra de helt kortvarige Svingninger i to Henseender: 1) de er i Hovedsagen fremkaldt af Bankens bevidste Politik, 2) de kan fra visse væsentlige Synspunkter være ønskelige. Det kan i visse Situationer synes ønskeligt at søge den økonomiske Aktivitet fremmet, og det kan i andre Situationer synes ønskeligt eller dog nødvendigt at lægge en Dæmper paa Forretningslivets Aktivitet, m. a. O. Regeringen, Myndighederne, kan ønske at drive Konjunkturpolitik. En Ændring i Diskontosatserne bliver ikke af væsentlig Betydning her, idet Diskontoen er for ringe et Element i Forretningsfolks Kalkuler; hvis Konjunkturpolitik skal føres ved Hjælp af Kreditpolitik, maa man altsaa paavirke Renten af lange Laan, Obligationsrenten.

Det maa imidlertid her erindres, at bortset fra Rygter om Skatteændringer, Gældsnedskrivning og lignende ekstraordinære Foranstaltninger har Obligationsrenten en iboende Tilbøjelighed til at være uforandret eller i hvert Fald til kun at undergaa gradvise Ændringer paa meget langt Sigt. Den, der køber en Obligation, har dermed faaet sit Renteudbytte bestemt for hele den Periode, hvori Obligationen løber. I sine Overvejelser over, til hvilken Kurs han vil købe eller undlade at sælge en Obligation, kan han derfor ikke udelukkende lade sig lede af, hvad han i Øjeblikket ved anden Anvendelse kunde faa i Rente af sine Penge, men derimod af, hvorledes han tænker sig, at Renteudviklingen vil blive i Fremtiden.

Lad os sætte, at Renten gennem en længere Periode har været ca. 5 %, saaledes som det faktisk var Tilfældet fra 1914 til ca. 1930.

og at Nationalbanken derefter ved Opkøb søger at drive Kursen stærkt op. Det er da klart, at hvis der ikke er særlige Grunde til at antage, at det fremtidige Renteniveau vil blive et andet og væsentligt lavere end det, man har været vant til, vil flere og flere efterhaanden som Kurserne stiger gaa over til Baissisternes Brigade. Det investerende Publikum vil foretrække at lade deres Penge staa i Banker eller Sparekasser eventuelt til meget lav Rente hellere end at binde deres Kapital for et Par Menneskealdrer til en Rentefod, der er væsentligt lavere end den Rente, de gennemsnitligt venter i denne Periode. Pengeinstitutterne vil ikke kunne anvende de Beløb, der saaledes tilflyder dem til Køb af Obligationer, idet de kan komme til at realisere med Tab, naar Kurserne senere synker og Indskyderne derefter selv ønsker at investere paa længere Sigt. Spekulanterne vil naturligvis blive mere og mere ivrige efter at sælge, jo mere Kursen ligger over, hvad de anser for at være det rette Kursniveau, og nogle Kapitalister vil maaske gaa ind i Spekulanternes Rækker, fordi de venter at kunne realisere en Kursgevinst ved at sælge nu og senere købe Papirerne tilbage.

Det følger umiddelbart heraf, at hvis Nationalbanken for at stimulere den økonomiske Aktivitet begynder at opkøbe Obligationer og derved byder Kursen op, vil den møde et stigende Udbud, jo mere Kursen afviger fra Forestillingerne om, hvad der er en holdbar Kurs i Fremtiden. Og her vil Kursforholdene i Fortiden naturligvis spille en Hovedrolle; har man længe været vant til en Rentefod paa $4\frac{1}{2}$ à 5 %, vil et Forsøg paa at naa ned til dette Niveau, hvis man midlertidigt er kommet op derover, ingen Vanskelighed volde, tværtimod; saa snart Banken mildner sin kreditindskrænkende Politik, vil man hastigt nærme sig dette Niveau; ønsker man derimod at hæve Kursen yderligere, koster det uhyre Anstrengelser fra Centralbankens Side.

Til Belysning af denne Betragtningens Rigtighed hidsættes følgende Oversigt over Tilvæksten i Obligationsbeholdningen i Banker, Sparekasser og Livsforsikringsselskaber.

Til Sammenligning er anført Nettotilgangen i Kredit- og Hypotekforeningers Restgæld samt Gennemsnitskursen og Kursen pr. 31. Decbr. for Østifternes Kreditforenings aabne 4 % Serie¹⁾. Tallene for Bevægelsen i Obligationsbeholdningen er behæftet med

¹⁾ Naar jeg ikke anvender Obligationsindekset, men en enkelt Obligation, er det, fordi Risikomomentet i denne Periode har spillet en stor Rolle for flere af de Papirer, som indgaar i Indekset.

Tilvækst i indenlandske Obligationer.

	National- banken ¹⁾ + Krise- fonden Mill. Kr.	Private Banker ²⁾ Mill. Kr.	Spare- kasser ³⁾ Mill. Kr.	Livsfors. Selskaber Mill. Kr.	Ialt. Mill. Kr.	Kreditf. + Hypotekf. Netto- Tilgang Mill. Kr.	Obligat.-Kurs (Gns. for Øst. aaabne 4% Ser.) () ultimo Decbr.-Kurs
1931	+ 1	- 40	- 28	+ 23	- 44	+ 234	84,09 (73,59)
32	+ 96	- 21	- 5	+ 8	+ 78	+ 99	78,32 (84,00)
33	- 11	+ 49	+ 54	+ 52	+ 144	+ 143	89,80 (94,25)
34	+ 152	+ 54	- 1	+ 53	+ 258	+ 229	93,92 (95,75)
35	- 54	- 29	- 9	+ 51	- 41	+ 142	87,58 (87,25)
36	- 51	- 46	+ 6	+ 38	- 53	+ 132	86,70 (85,00)
37	- 5	- 43 ⁴⁾				+ 137	88,33 (86,25)

¹⁾ Aktier indbefattet.

²⁾ Paalydende Værdi.

³⁾ Finansaar fra $\frac{1}{4}$ — $\frac{31}{3}$. 1931 i Tabellen betyder Finansaaret 1931/32.

⁴⁾ Beregnet som Differencen mellem Kontoen: Indenl. Oblig. og Aktier $\frac{31}{12}$ 36— $\frac{31}{12}$ 37.

nogen Usikkerhed paa Grund af Forskellen mellem paalydende Værdi, bogført Værdi og Værdien af Indkøbene.

Det ses af Tabellen, at de i Oversigten medtagne Institutioner¹⁾ tilsammen afgav ca. 44 Mill. Kr. i 1931. I det foregaaende Kalenderaar (Finansaar) havde de optaget rundt regnet 215 Mill.; ganske vist var Kredit- og Hypotekforeningers Nettoudlaan ca. 85 Mill. Kr. større, men der bliver dog altsaa et Beløb paa ca. 175 Mill. Kr. (nemlig 260—85) mere i 1931 end i 1930, som maatte optages af Publikum; da Institutionerne i Hovedsagen solgte ud af deres Beholdninger sidst paa Aaret, har den hele Merbelastning af Markedet uden for Institutionerne været stærkt koncentreret paa denne Periode, der tilmed var karakteriseret ved svigtende Indtægter og Likviditetsvanskeligheder. Paa denne Baggrund virker et Kursfald fra ca. 88 midt paa Sommeren til ca. 73 ved Aarets Slutning ikke imponerende. Kursfaldet repræsenterer en Rente-stigning paa ca. $\frac{3}{4}$ %.

I det følgende Aar forøger Institutionerne deres Beholdning med ca. 80 Mill. Kr.; dette udgør ganske vist ca. $\frac{4}{5}$ af Nyemissio-

¹⁾ I det følgende benævnt: Institutionerne.

nen, men til Gengæld maa det erindres, at Forretningsfolks (herunder Landmændenes) Indtægter var paa Minimum; Gruppen som Helhed har sikkert maattet sælge Værdipapirer for at leve, og man maa derfor snarest undres over, at det lykkedes at drive Kursen saa højt op, som Tilfældet blev (Ultimokurs 84,00). Det hænger vel sammen med, at Bankernes Opkøb koncentreredes stærkt paa Aarets sidste Maaneder; fra September til November opkøbte Bankerne, incl. Nationalbanken, for ca. 60 Mill. Kr., og før de store Decemberopkøb (ca. 40 Mill. Kr.) fandt Sted, var Kursen allerede steget til det lige nævnte Niveau, der faktisk svarede til Kursniveauet i August 1931.

I de to følgende Aar forøgede Institutionerne deres Beholdninger med mere end Kredit- og Hypotekforeningernes Nyemissioner, idet Beholdningerne forøgedes med 402 Mill. Kr., medens Nettoemissionen udgjorde 372 Mill. Kr. Resultatet blev, som vi ser, en Stigning i Kursen fra 84 til ca. 96, og dette foregaar under en betydelig Stigning i Nationalindtægten og dermed i Opsparingen. Mest bemærkelsesværdigt er Aaret 1934; her opkøbte Nationalbanken + Krisefonden 152 Mill. Kr. og Institutionerne ialt for 258 Mill. Kr. eller ca. 30 Mill. Kr. mere end Nyemitteringen. »Skatteindtægten« var 290 Mill. Kr. større end forrige Aar, og den virkelige Indtægtsforøgelse antagelig væsentligt større, saaledes at Opsparingen maa have været langt større end i det foregaaende Aar; ikke desto mindre steg Kursen kun med $1\frac{1}{2}$ Points. Naar man betragter Tallene for Ultimokurserne i Tabellens sidste Kolonne, er det meget fremtrædende, hvorledes Udbyttet af Institutionernes Opkøb med Hensyn til at hæve Kurserne er aftagende, jo højere Kursen stiger over det normale. Med Begyndelsen af 1935 ændrer Nationalbanken sin Politik, idet den ophører med at støtte Obligationmarkedet, og fra Midten af Aaret sælger den ud af sin Beholdning; den blotte Standsning af Opkøbene fører imidlertid til, at Kurserne i Løbet af 2—3 Maaneder falder tilbage til Niveauet fra Sommeren 1931, nemlig 87—88. Til Gengæld bliver Kurserne liggende paa dette Niveau, til Trods for at Institutionerne i de to følgende Aar ikke blot overlader hede Nyemissionen til Publikum, men afgiver et voksende Beløb af deres Beholdninger.

Fra 1937 sker atter et Omslag i Nationalbankens Politik, idet Banken praktisk talt ophører med at sælge Værdipapirer, og i 1938 køber saavel Nationalbanken som de private Banker, saaledes at deres Beholdning af Obligationer og Aktier fradraget Nedgangen i Krisefondens Aktiver ved Udgangen af November er ca. 85

Mill. Kr. større end ved Aarets Begyndelse. Kurserne stiger 3—4 Points. Udviklingen fra Begyndelsen af 1935 kan maaske beskrives saaledes: I 1934 herskede der en udpræget Fornemmelse af, at de Kurser, man havde, var »kunstige«; saa snart derfor Nationalbanken ophørte at støtte Kurserne, faldt disse tilbage til det Niveau, de havde haft, før Krisen brød ud i 1931, paa samme Maade som en Fjeder, der er spændt, springer tilbage til sin Udgangsstilling, naar man slipper sit Tag i den. Paa den anden Side viser det sig saare vanskeligt at drive Kursen længere ned til Trods for et til Tider ret betydeligt Bortsalg fra Bankernes Side. Heller ikke den ændrede Politik i 1937 og navnlig i 1938 er af stor Virkning. Med andre Ord, Oversigten kan læses saaledes, at det Renteniveau, som har været gængs her i Landet i en Aarrække, nemlig $4\frac{1}{2}$ à 5 %, øver en stærk Tiltrækningskraft paa Folk, saaledes at Publikum i stigende Grad sælger eller holder sig borte fra Obligationerne, naar Renteniveauet synker derunder, og optræder som Købere i stigende Omfang, naar Renten stiger over dette Niveau, hvilket atter vil sige, at et Forsøg paa at paavirke Rentefoden fra Nationalbankens Side gennem Køb og Salg af Obligationer vil møde en stigende Modstand, jo længere man derved fjerner sig fra dette Kursniveau¹).

Den forbedrede Valutasituation, som er indtraadt i 1938, i Forbindelse med Byggeriets Nedgang og den store Arbejdsløshed har atter sat Liv i Bestræbelserne for at fremme Beskæftigelsen. Hvis Nationalbanken under disse Forhold gennem Opkøb af Obligationer vil søge at fremkalde en Kursstigning for derigennem at fremme det private Byggeri, vil disse Bestræbelser muligvis møde Modstand fra 2 Sider: I Erindring om den Nedgang i Kurserne, som fulgte Opkøbene i 1934, vil det obligationskøbende Publikum holde sig tilbage over for de stigende Kurser, og Folk, der ligger med Obligationer, vil være tilbøjelige til at sælge i Forventning om Gevinst ved det efterfølgende Fald. Opkøbspolitikken vil derfor rimeligvis komme til at arbejde under stærkt aftagende Ud-

¹) Vi støder her paa det, Keynes (General Theory o. s. v.) kalder: The Liquidity Preference Function; men for Keynes er det Beløb, Samfundet vil fastholde i likvide Midler, en Funktion af Renten; i Virkeligheden er det vel først og fremmest en Funktion af Rentens Afvigelse fra det tilvante eller forventede Niveau. Grafisk kan dette fremstilles ved en Skare Kurver, hvis Form er bestemt af Rentens Afvigelse fra den forventede Rente, og hvis Beliggenhed er bestemt af Likviditetskravet ved given normal eller forventet Rentefod.

bytte, idet hvert Point, man ønsker at hæve Kurserne over det Niveau, som har været almindeligt gældende bortset fra Opkøbsperioden, vil koste meget betydelige Opkøb. Samtidigt vil formentlig de byggeinteresserede ligeledes i Erindring om den Dukkert, Kurserne fik i 1935, være noget varsomme med at fæste Lid til et Kursniveau, som er tilvejebragt ved Opkøb fra Nationalbanken, saaledes at den Kursstigning, som faktisk tilvejebringes, ikke har den forventede Virkning paa Byggevirkomheden.

Konklusionen af disse Betragtninger er følgende: En Sænkning af Renten af lange Laan er utvivlsomt et meget betydningsfuldt Incitament til at fremkalde forøget Beskæftigelse og økonomisk Aktivitet i det hele taget, idet den nødvendigvis maa paavirke navnlig Byggeriets Kalkuler meget væsentligt. Omvendt er en Stigning i Renten af lange Laan et effektivt Middel til efter nogen Tids Forløb at bremse Anlægsvirksomheden og dermed den økonomiske Aktivitet. Ikke desto mindre forekommer det mig, at Erfaringerne viser, at en saadan Konjunkturpolitik drevet af Nationalbanken ikke har Udsigt til at lykkes og næppe vil blive noget permanent anvendt Middel. Jo mere det anvendes, desto mere vil det investerende Publikum holde sig borte fra Obligationerne, idet de ikke vil udsætte sig for de Spekulationstab, som vil indtræde, ligesom ogsaa Byggeriet i mindre og mindre Grad vil reagere paa de svingende Kurser.

I Erkendelsen af, at Ændringer i Renten af korte Laan (Diskontoændringer) ikke har nogen væsentlig Betydning til direkte Stimulans eller Afsvækning af den økonomiske Aktivitet, har man i visse Kredse næret ret store Forhaabninger til, at en saakaldt open market policy fra Centralbankens Side og en deraf følgende Manipulering med Renten af lange Laan skulde kunne tjene som et saadant konjunkturregulerende Middel. Det forekommer mig som allerede antydnet meget tvivlsomt, om disse Forhaabninger vil blive opfyldt.

Open market operations har med Held været anvendt af Bank of England; men det maa rigtignok erindres, at Bank of England har anvendt dette Middel under helt andre Forhold og med helt andre Formaal end dem, hvorom der her er Tale. Banken har først og fremmest anvendt Køb og Salg af Værdipapirer i det aabne Marked som et Middel til under Guldmøntfod at gøre Bankens Diskonto effektiv i det aabne Marked, idet Banken ved Salg af Værdipapirer har fremtvunget Diskontering af Veksler i Bank of England, ligesom den ved Køb af Værdipapirer har forøget

Bankernes likvide Midler og dermed skærpet Konkurrencen om Vekselmaterialet med en faldende Diskonto som Følge. De paa-gældende Foranstaltninger har ikke taget Sigte paa at fremkalde Konjunktursvingninger i Renten af lange Laan med det Formaal at regulere den økonomiske Aktivitet. De Rentændringer, som har været foretaget, har tilmed først og fremmest haft til Formaal at regulere Til- og Afgangen af Guld eller udenlandsk Valuta fra det engelske Marked, og til dette Formaal har disse Foranstaltninger været effektive under nogenlunde normale Forhold. En Politik, der i et lukket Marked som det danske gaar ud paa at regulere Kurserne paa Obligationer til Stimulering eller Afsvækning af den økonomiske Aktivitet, er aabenbart en helt anden Opgave, og det er denne Opgave, der, saa vidt man kan bygge paa hittidige Erfaringer, ikke har Udsigt til at lykkes.

Dermed være ikke sagt, at Centralbanken her i Landet eller i andre Lande ikke paa længere Sigt kan paavirke Kursniveauet ved sine Opkøb. Hvis Nationalbanken i 1935 havde fortsat med at opretholde det Kursniveau, man havde naaet ved Udgangen af 1934, og foretaget de nødvendige Opkøb til dette Formaal, vilde Publikum utvivlsomt før eller senere have slaaet sig til Taals med den Tanke, at Renteniveauet her i Landet i Fremtiden skulde ligge paa dette Niveau. Hvor længe det vilde have været nødvendigt at støtte Kursen, og hvor store Beløb Banken maatte have opkøbt, inden Publikum atter vilde overtage Obligationerne til de gældende højere Kurser, kan der ikke siges noget om, men i Betragtning af, at Renteniveauet stadig er faldet i andre Lande, vilde Publikum rimeligvis forholdsvis hurtigt have slaaet sig til Taals med den Tanke, at man her havde at gøre med Rentniveauet et godt Stykke ind i Fremtiden.

Hvis disse Betragtninger er rigtige, saa skulde Nationalbankens Opgave, for saa vidt angaar Obligationsmarkedet, ikke være at regulere Kurserne med konjunkturudlignende Formaal for Øje, men derimod skulde den bestaa i: for det første at pleje Kurserne, saaledes at Svingningerne fra Dag til Dag eller Maaned til Maaned ganske udlignedes; derved vilde Folks Tillid til og Interesse for Obligationer utvivlsomt øges. For det andet skulde Banken paavirke Kursniveauet ud fra dens Opfattelse af, hvorledes Rentniveauet her i Landet skulde forme sig i Fremtiden. Saa længe der var et internationalt Kapitalmarked, forelaa denne Opgave ikke, men naar et saadant ikke findes eller Danmark er isoleret derfra, paahviler det aabenbart Nationalbanken, hvilket i sidste

Instans naturligvis betyder Regeringen, at danne sig et Skøn over, hvorledes den fremtidige Renteudvikling bør være. Hvis man saaledes har en begrundet Formodning om, at Renteniveauet ud i Fremtiden her i Landet kan holdes paa ca. 4 %, idet man eventuelt er villig til at tage de Konsekvenser, der maatte følge med en saadan Rentefod i Retning af Regulering af Import og Valutahandel, eventuelt tillige af Investeringen, vilde der næppe være noget betænkeligt ved, at Nationalbanken vedblev at opkøbe Obligationer, indtil man havde naaet dette Niveau, thi før eller senere vilde Publikum utvivlsomt affinde sig dermed og atter i normalt Omfang aftage Obligationer.

I og for sig skulde der vel ikke være noget i Vejen for, at Banken noterede en fast Kurs for visse Værdipapirer, ligesom den nu noterer en Diskontosats for Veksler; hvad enten man nu vilde gøre dette eller simpelt hen regulere Kurserne ved Køb eller Salg, vilde det sikkert vise sig, at Opgaven vilde være let; thi naar Publikum var blevet klar over, at Kurserne holder sig stabile, vilde den Spekulation, der bevirker de kortvarige og lunefulde Svingninger, formentlig forsvinde ganske af sig selv.

Jeg har hidtil talt om Renten af langfristede Laan, men ogsaa Renten af kortfristede Laan har i de senere Aar opført sig paa en fra Fortiden stærkt afvigende Maade. Den almindelige Regel har i Aartier været, at Renten af korte Laan saa at sige gik forud og bestemte Tendensen for Renten af langfristede Laan, saaledes at i Perioder med faldende Tendens i Renten for langfristede Laan bevægede Diskontosatserne sig paa et Niveau, som var væsentligt lavere end Renten af langfristede Laan, mens omvendt Diskontosatserne bevægede sig paa et væsentligt højere Niveau, naar Tendensen i Obligationsrenten var stigende.

Efter 1932 har Diskontoen imidlertid holdt sig paa et væsentligt lavere Niveau end Obligationskurserne, ogsaa i de Perioder, hvor der fra Pengeautoriteternes Side var en umiskendelig Tendens til at søge Obligationsrenten presset i Vejret. Der er ikke noget ejendommeligt i, at man i 1932, hvor Kreditudvidelsespolitikken indlededes, nedsatte Diskontoen og vedblev at reducere den, saa længe Forsøget paa at trykke Obligationsrenten ned til 4 % stod paa, saaledes at man ved Udgangen af 1934 kom ned paa det efter danske Forhold enestaaende lave Niveau af 2½ %. Paa det Tidspunkt gik nemlig alle Bestræbelser ud paa at lokke Folk til at anbringe deres Penge i Obligationer; til dette Formaal var man endog gaaet saa vidt, at man havde indført en Tvangsnedsættelse af Renten af

Indlaan i Banker og Sparekasser. Ejendommeligt for denne Periode er kun, at Nationalbanken fortsat vedblev at opretholde en Rente af Indlaan paa Folio paa $\frac{1}{2}$ %, og ligeledes, at Postgirokontoret i en lang Periode vedblev at modtage Indlaan til forholdsvis høj Rente og i ubegrænset Omfang. Mere interessant er det imidlertid, at man ogsaa i det meste af 1935 opretholdt en Diskonto paa $2\frac{1}{2}$ %, samtidig med at man ophørte at støtte Obligationsmarkedet og lod Kurserne falde, saaledes som tidligere beskrevet. I August 1935 forhøjedes ganske vist Diskontoen til $3\frac{1}{2}$ %, men paa dette i Forhold til Obligationskurserne og den Kreditindskrænkning, som fandt Sted, uhyre lave Niveau blev man staaende lige til September 1936, hvor Diskontoen endelig sattes op til 4 %, og højere er man overhovedet ikke kommet, til Trods for at Obligationerne har givet et Udbytte paa omkring 5 %.

For saavel Renten af korte som af langfristede Laan gælder det naturligvis, at den Politik, der har været ført, kun har været mulig under den Forudsætning, at Danmark var et i kapitalmæssig Henseende lukket Land. Der er kommet et stærkt vilkaarligt Præg over Renteudviklingen. Medens Renten tidligere kunde betragtes som en Pris, der for Danmarks Vedkommende var givet udefra, saaledes at man kunde tale om et egentlig Kapitalmarked, hvorpaa Nationalbanken eller andre Myndigheder kun i ringe Grad kunde øve Indflydelse, har Situationen i disse Aar været den, at Ansvaret for Renteudviklingen i alt væsentligt maa places hos Nationalbanken, og det bliver derfor berettiget at stille følgende Spørgsmaal: Efter hvilke Principper bør Nationalbanken regulere Rentefoden i Samfundet, herunder saavel Diskontoen som Renten af langfristede Laan?

Den første Regel, jeg vilde opstille, er den, at Rentepolitikken, saa længe Importregulering og Restriktioner paa Kapitalbevægelserne opretholdes, ikke bør benyttes som Middel til at regulere Betalingsforholdene over for Udlandet. Benyttelsen af Rentepolitikken i dette Øjemed hører hjemme under Guldmøntfodssystemet. Dens Opgave under saadanne Forhold var i første Række at paavirke Kapitalbevægelserne paa en saadan Maade, at et Underskud paa Betalingsbalancens løbende Poster i første Omgang dækkedes ved Eksport af Obligationer, Optagelse eller Prolongation af kortfristede Laan i Udlandet, eller omvendt i en Periode med Overskud paa de løbende Poster ved at Obligationer vandrede hjem fra Udlandet, eller kortfristede Tilgodehavender i Udlandet forøgedes. I anden Række paavirkede Rentebevægelserne den

økonomiske Aktivitet i Indlandet og dermed Betalingsbalancens løbende Poster. Paa helt langt Sigt paavirkede Svingningerne i den økonomiske Aktivitet Produktionsfaktorernes Priser, idet stor Arbejdsløshed hindrede Lønstigninger eller fremkaldte en Tendens til Nedsættelse af Lønningerne.

Paavirkningen af Kapitalbevægelserne var langt den vigtigste og hurtigst virkende, men under Restriktionssystemet er denne aabenbart ganske sat ud af Funktion. Hvis Danmark under saadanne Forhold er i Stand til at laane i Udlandet, kan det ske, uanset Rentefoden i Indlandet; dette har Erfaringen til fulde vist, idet vi i de senere Aar gentagne Gange har optaget Laan i Udlandet til en Rente væsentligt forskellig fra den her i Landet herskende, og Forskellen er gaaet i begge Retninger. Omvendt er det indlysende, at hvis man i Udlandet nærer Mistillid til Danmarks Betalingsevne eller -vilje, vil 1 eller 2 % højere Rente ikke have nogen Betydning.

Rentepolitikens anden Funktion: Paavirkningen af den økonomiske Aktivitet i Indlandet er vel stadig i Kraft, men for det første virker Rentepolitikken i denne Henseende saa langsomt, at den er ret ubrugelig i en akut Situation. Hvis vi saaledes betragter Resultatet af Nationalbankens Kreditindskrænkning fra Begyndelsen af 1935, finder vi ingen tydelige Virkninger før i Sommeren 1936, og den Bedring, som indtræder i Valutabalancen, hidrører først og fremmest fra Skibsfartskonjunkturen og Depressionen i Udlandet i sidste Halvdel af 1937. Dermed er ikke sagt, at der ikke har været Virkninger, men de har sat sig for langsomt igennem til at klare en akut Situation.

Dertil kommer, at den Vej, ad hvilken disse Virkninger sætter sig igennem i Valutabalancen, er forøget Arbejdsløshed, og hvis Miseren skyldes et permanent Misforhold mellem Omkostningsniveauet her i Landet og i Udlandet, lader Midlet sig ikke anvende, da stor Arbejdsløshed ikke i Længden kan opretholdes uden politiske Vanskeligheder.

Den Tanke, der laa bag den gamle Teori om Diskontoændringer til Regulering af Betalingsforholdene over for Udlandet, forudsatte aabenbart, at den af Renteforhøjelsen fremkaldte Arbejdsløshed førte til en Tilpasning af Lønningerne, og omvendt at en lav Rente gennem stigende Beskæftigelse førte til Lønstigning, men under de nuværende Forhold maa Indtrædelsen af den første Virkning betragtes som udelukket; tilbage bliver kun, at en Renteforhøjelse kan virke som en Dæmper paa Lønstigningstenden-

serne. At dette har været Tilfældet, er muligt, men vi oplevede dog Lønstigninger hvert Aar, samtidig med at Nationalbanken førte en Kreditindskrænkingspolitik, saa særlig effektivt i denne Henseende ved vi, at Rentepolitikken ikke virker. Derimod er det højst sandsynligt, at en lav Rentefod, der stimulerer Beskæftigelsen, fremskynder Lønstigninger, men paa den anden Side synes det alt for urimeligt, at Beskæftigelsen gennem Rentepolitikken permanent skulde holdes under normal blot for at hindre Lønstigninger eller holde disse inden for visse Grænser.

Den Konklusion, jeg drager heraf, er, at Rentepolitikken overhovedet ikke bør tages i Anvendelse til dette Formaal. Nationalbanken bør se sin Opgave i at forsyne Folk med de Penge, som er nødvendige til Opretholdelsen af Beskæftigelsen med det Løn-niveau, vi nu engang har eller faar.

Man kan nu spørge: Ja, men hvorledes skal da Betalingsforholdet over for Udlandet reguleres? Her ser jeg ikke rettere, end at denne Opgave maa løses enten af Valutacentralen eller ved Tilpasning af Vekselkurserne til Omkostningsniveauet her i Landet eller af begge Dele i Forening. Midlertidige Underskud paa Betalingsbalancen maa — og kan — klares ved Nationalbankens Valutareserver eller ved midlertidige Laan i Udlandet; der har kun været et meget kort Tidsrum, hvor saadanne ikke kunde opnaas; man vil ikke af Hensyn hertil behøve at foretage drastiske Importindskrænkninger eller Kreditrestriktioner.

Heller ikke Reguleringen af det økonomiske Liv i Indlandet bør ske gennem Kreditpolitikken; Midlet er for kluntet, Virkningerne er for uberegnelige, og de er for længe om at sætte sig igennem; som tidligere paavist skaber de desuden Usikkerhed og bliver mindre og mindre virkningsfulde, jo stærkere de anvendes. Skal den økonomiske Aktivitet paavirkes og ledes, maa det ske ved offentlige Arbejder eller ved andre finanspolitiske Midler.

Men hvilket Omraade bliver da tilbage til Kreditpolitikken? Ja, der bliver Opgaver nok, selv om de bliver mere beskedne, end man undertiden har tænkt sig. For det første bør Nationalbanken som tidligere antydte drage Omsorg for, at Obligationerne ikke bliver til Spekulationsobjekter hverken paa kortere eller længere Sigt; noget saadant vil nemlig betyde, at Risikoen ved at binde sine Midler i Investering forøges, og dette vil føre til et højere nominelt Profitniveau, lavere Arbejds løn og Forstyrrelser af det økonomiske Liv. Lunefulde Kurssvingninger bør overhovedet ikke tillades. Dernæst maa Nationalbanken i Samarbejde med Rege-

ringen overveje, hvorledes Renteniveauets almindelige Tendens bør være. Lad os sige, at man f. Eks. kom til det Resultat, at Renten af langfristede Laan burde være ca. 4 %, idet man judgede, at dette var en passende Rente til under fuld Beskæftigelse at holde Kapitalmarkedet nogenlunde i Ligevægt. Viste det sig f. Eks., at dette i visse Perioder var for lav en Rente, idet den førte til overdreven Profit med Tendens til at konkurrere Lønnen op, saa kunde man gennem passende Skatter eventuelt i Forbindelse med direkte Investeringskontrol bremse denne Udvikling. Synes en saadan Tilstand at være et permanent Fænomen, kunde man gradvis og langsomt tvinge Renten i Vejret.

Ligesom det er nærliggende og praktisk at anvende Varepriserne til Regulering af Forbruget i Stedet for en besværlig Rationering, saaledes er det ogsaa nærliggende at anvende Rentefoden. Prisen paa likvide Midler, til Regulering af Investeringen. Men som vi har set, kan Prisen paa Penge til fast Anbringelse ikke blive elastisk nok til at fylde denne Funktion; voldsomme Svingninger i Investeringen og dermed i Beskæftigelsen vil indtræde, hvis Renten skal bruges som Regulator. Men den Omstændighed, at Renten er et ufuldkomment Instrument til at regulere Kapitalanvendelsen, er ingen Grund til helt at afskaffe dets Brug. Det kan benyttes til Regulering af Forholdene paa langt Sigt, mens andre Midler tages i Brug ved Finreguleringen. Dette er saa meget mere praktisk, som disse andre Midler bliver besværligere og besværligere, jo mere kronisk den Tilstand er, som de skal rettes imod, medens Renten bliver lettere og lettere at operere med, jo mere det drejer sig om varige Foreteelser.

Vi har set, hvorledes vi i Perioden efter 1931 her i Landet har haft langt uroligere Renteforhold end i nogen tidligere Periode; efter det, jeg her har sagt, skulde imidlertid Opgivelsen af Guld-møntfoden og den autoritative Regulering af Landets Økonomi, som vi er inde i, føre til langt stabilere Renteforhold. Vi ser da ogsaa, at dette er blevet Tilfældet i en Række Lande. Vi kan her i første Række pege paa England, hvor Bank of Englands Diskonto har været uforandret 2 % siden 30. Juni 1932, da den ændredes fra 2½ %, og Udbyttet af guldrandede Værdipapirer har holdt sig tilsvarende konstant. Lignende Forhold finder vi for Sveriges Vedkommende. Den sædvanlige Stigning i Renten under Højkonjunkturen er udeblevet. For Englands Vedkommende er Grunden naturligvis den, at Betalingsforholdene over for Udlandet ikke længere reguleres ved Hjælp af Rentefoden, men ved

Ændring i Sterlingkursen, og for Sveriges Vedkommende er Grunden til Stabiliteten væsentligst, at Renten i de store Lande med frit Kapitalmarked har været stabil.

Tager vi Tyskland som Repræsentant for Lande med autoritativt ledet Økonomi, finder vi, at den national-socialistiske Regering ved sin Tiltræden lod Penge- og Kapitalmarkedet forsyne saa rigeligt med Midler, at Renten af lange Laan, der forud havde været stærkt svingende mellem 7 og 9 %, faldt til ca. 4½ %, hvor den siden 1935 har ligget, mens Diskontoen gennem lange Tider har været 4 %.

Disse Eksempler tyder paa, at den nye Politik, man har indledet, hvad enten den nu bestaar i at regulere Betalingsforholdene over for Udlandet ved Hjælp af Ændringer i Vekselkurserne, som man gør i England, eller man som i Tyskland regulerer Udenrigshandelen og Kapitalbevægelserne direkte, resulterer i en relativt mere stabil Rentefod, end man nogensinde tidligere har kendt, og den spiller i hvert Fald ingen Rolle i den økonomiske Politik paa kortere Sigt. Det er min Opfattelse, at man ogsaa her i Landet bør stabilisere Renteniveauet, og det er min Tro, at man ogsaa vil komme ind paa en saadan Politik.

Hvilket Renteniveau man skal stile henimod, naar man opgiver at regulere Betalingsforholdene over for Udlandet ved kreditpolitiske Midler, og naar Formaalet dog stadig er i Hovedsagen at lade Kapitalinvesteringen regulere gennem Rentefoden, beror paa et Skøn; man bør derfor gaa noget forsigtigt til Værks, indtil man kan skimte Virkningerne af de tagne Skridt; og man bør næppe tilstræbe et Renteniveau, som ligger langt fra, hvad man tidligere har haft gennem nogenlunde lange Perioder.

Ved Bedømmelsen af disse Forhold forekommer det mig, at følgende kommer i Betragtning: Paa Grund af den aftagende Fødselshyppighed, vi i en lang Periode har haft, vil der i en Aarrække være en relativt stærk Tilvækst i de produktive Aldersklasser. Denne Omstændighed vil i Forbindelse med det tekniske Fremskridt bevirke, at der stadig vil være en relativ Overflod af Arbejdskraft. Rentefoden maa derfor kunne holdes lav, uden at inflatoriske Tendenser af denne Grund opstaar; — og det Kriterium, jeg har opstillet for det »rette« Renteniveau, er netop, at Rentefoden skal være saaledes, at Lønniveauet ikke drives op som Følge af skarp Konkurrence om Arbejdskraften.

Ud fra denne Betragtning tror jeg, at man uden Risiko for alvorlige Ulemper kan stile efter en Rentefod for langfristede Laan

paa ca. 4 %; den vil antagelig tillige være temmelig let at gennemføre, thi dels har man tidligere gennem lange Perioder haft en Rentefod paa denne Højde, dels er Rentefoden i en Række Lande lavere. Alt dette vil sikkert psykologisk virke saaledes, at man hurtigt finder en saadan Rentefod rimelig, og fæster Tro til, at den vil have en vis betydelig Stabilitet.

Hvis det, efter at man i nogen Tid har haft en saadan Rentefod, skulde vise sig, at den er for høj, idet der stadig er for stor Arbejdsløshed, kan man trykke Rentefoden yderligere. Kun maa man erindre, at den Rentefod, som under en Tilstand af stor Arbejdsløshed vil være nødvendig for at fremkalde normal Beskæftigelse, rimeligvis vil vise sig at være for lav, naar normal Beskæftigelse er naaet; det er først under en saadan Tilstand, at man har Mulighed for at dømme om, hvorledes Rentefoden bør være, naar en ligevægtig Tilstand skal opretholdes med mindst mulig Reguleringsbesvær.
