

KORT STATSGÆLD OG PENGEPOLITIK¹⁾

AF AXEL NIELSEN

ADSKILLIGE vil sikkert endnu erindre, hvorledes afdøde Knut Wicksell ved den første Verdenskrigs Udbrud offentliggjorde en Artikel, der havde den karakteristiske Titel: Sæt Diskontoen op — en Titel, der lød som et Raab. Ud fra det Synspunkt, at der under en omfattende Krig maatte føres en Pengepolitik, der saa vidt gørligt kunde dæmme op for Krigens sædvanlige Følgesvend, Inflationen, og at en Krig er Ødelæggelse af Realkapital, fremsatte Wicksell sin Advarsel.

Man kan ikke sige, at Wicksells Raad toges til Følge. Renten, saavel den korte som den lange, holdt sig nærmest konstant, selvom der ogsaa i Lande som England og U. S. A. var nogen Tendens til Stigning som Krigens trak ud.

Anderledes har Forholdene formet sig under den anden Verdenskrig, hvor Renten nærmest har været faldende, hvad der turde være ret enestaaende i Historien, ikke mindst naar man betænker, hvor omfattende og hvor langvarig Krigens har været.

Men ikke alene har Bevægelserne været forskellige, selve Rentens Højde har ogsaa været forskellig. Medens Renten under den første Verdenskrig i de fleste Lande laa omkring 5 pCt., har den under den anden Verdenskrig ligget paa en langt lavere Sats, hvad der igen hænger sammen med, at den sidste Krig i langt højere Grad end den første er blevet finansieret gennem korte Laan.

Sandt nok, ogsaa i Aarene 1914—18 tog England kort Kredit i Brug, hvad der naturligt hang sammen med, at England havde et stort Pengemarked. Men Renten paa dette faldt ikke, holdt sig omtrent paa samme Niveau som Kapitalmarkedets Rente, var tilmed nærmest stigende, som da Bank of England i 1916 paa Finansministeriets Vegne modtog Indlaan, opsigelige med 3 Dages Varsel til en Rente af 4—4½ pCt. En saa høj Sats opfordrede selvsagt ikke til at søge over paa Kapitalmarkedet, og den korte Statsgæld kom bl. a. herigennem til at udgøre en større Del af hele Statsgælden, end Tilfældet havde været ved Krigsudbrudet. Da havde den flydende Gæld (∞: Gæld betalbar inden 1 Aar) udgjort 2 pCt., men ved Krigens Afslutning var den

¹⁾ Foredrag holdt den 18. November 1947 ved Nationaløkonomisk Forenings 75 Aars Jubilæumsfest.

KORT STATSGÆLD OG PENGEPOLITIK¹⁾

AF AXEL NIELSEN

ADSKILLIGE vil sikkert endnu erindre, hvorledes afdøde Knut Wicksell ved den første Verdenskrigs Udbrud offentliggjorde en Artikel, der havde den karakteristiske Titel: Sæt Diskontoen op — en Titel, der lød som et Raab. Ud fra det Synspunkt, at der under en omfattende Krig maatte føres en Pengepolitik, der saa vidt gørligt kunde dæmme op for Krigens sædvanlige Følgesvend, Inflationen, og at en Krig er Ødelæggelse af Realkapital, fremsatte Wicksell sin Advarsel.

Man kan ikke sige, at Wicksells Raad toges til Følge. Renten, saavel den korte som den lange, holdt sig nærmest konstant, selvom der ogsaa i Lande som England og U. S. A. var nogen Tendens til Stigning som Krigens trak ud.

Anderledes har Forholdene formet sig under den anden Verdenskrig, hvor Renten nærmest har været faldende, hvad der turde være ret enestaaende i Historien, ikke mindst naar man betænker, hvor omfattende og hvor langvarig Krigens har været.

Men ikke alene har Bevægelserne været forskellige, selve Rentens Højde har ogsaa været forskellig. Medens Renten under den første Verdenskrig i de fleste Lande laa omkring 5 pCt., har den under den anden Verdenskrig ligget paa en langt lavere Sats, hvad der igen hænger sammen med, at den sidste Krig i langt højere Grad end den første er blevet finansieret gennem korte Laan.

Sandt nok, ogsaa i Aarene 1914—18 tog England kort Kredit i Brug, hvad der naturligt hang sammen med, at England havde et stort Pengemarked. Men Renten paa dette faldt ikke, holdt sig omtrent paa samme Niveau som Kapitalmarkedets Rente, var tilmed nærmest stigende, som da Bank of England i 1916 paa Finansministeriets Vegne modtog Indlaan, opsigelige med 3 Dages Varsel til en Rente af 4—4½ pCt. En saa høj Sats opfordrede selvsagt ikke til at søge over paa Kapitalmarkedet, og den korte Statsgæld kom bl. a. herigennem til at udgøre en større Del af hele Statsgælden, end Tilfældet havde været ved Krigsudbrudet. Da havde den flydende Gæld (∞: Gæld betalbar inden 1 Aar) udgjort 2 pCt., men ved Krigens Afslutning var den

¹⁾ Foredrag holdt den 18. November 1947 ved Nationaløkonomisk Forenings 75 Aars Jubilæumsfest.

kommet op paa 22 pCt. af hele den engelske Statsgæld, idet det iøvrigt kan bemærkes, at den halvlange Gæld \varnothing : Gæld forfalden 1—10 Aar, var meget beskeden. Kort efter Krigens Afslutning bragtes den flydende Gæld efter Anbefaling af Cunliffe-Kommissionen iøvrigt stærkt ned, saa at den 1924—25 kun udgjorde $11\frac{1}{2}$ pCt. af den samlede Statsgæld.

Anderledes maatte Forholdene i de Forenede Stater i disse Aar komme til at forme sig. Her havde man ved Krigsudbrudet 1914 intet Pengemarked, eller i hvert Fald et meget beskedent, og uden her nærmere at skulle gaa i Enkeltheder kan det siges, at det blev Kapitalmarkedet, der beslaglagdes her, da Staterne traadte ind i Krigen. Man begyndte med et $3\frac{1}{2}$ pCt.'s Laan for i 1919 at naa op til et $4\frac{1}{2}$ pCt.'s 5-Aars Laan.

Efter den første Verdenskrig skifter imidlertid Billedet, og der kommer en betydelig Forskel mellem den korte og lange Rente, mellem Pengemarkedets og Kapitalmarkedets Sats. Efter en foretagen Beregning var saaledes Gennemsnittet for Aarene 1922—31 i England for lange Laan 4,5 pCt. og for korte Laan (3-Maaneders Veksler) 3,8 pCt., men for Aarene 1932—38 var de tilsvarende Tal derimod 3,3 og 0,8 pCt., saa den lange Rente var 4 Gange saa høj som den korte.

Aarsagerne til, at denne Disparitet opstod i Mellemkrigsaarene, var selv sagt flere, men den vigtigste turde være, at man i 1920'erne gled ind i en Depressionsperiode, hvor Usikkerheden med Hensyn til den fremtidige Udvikling, bl. a. ogsaa med Hensyn til Valutakurserne, var stor. Verden faldt ikke til Ro. Næringslivets Krav om Kapital til Udvidelser var forholdsvis beskedne, der var Angst for at gaa ind i nye Foretagender. Under saadanne Forhold maatte Renten falde, i første Række for korte Laan. Særlig ses dette maaske i de Forenede Stater, hvortil Guld strømmede og dermed dannede Basis for et større Pengemarkeds Udvikling. Efter at Finansminister Mellon 1929 havde indført Treasury Bills her, kom disse saavel som andre korte Papirer som Treasury Notes til at spille en større Rolle, ikke mindst i det Rekonstruktionsprogram, som Roosevelt efter 1933 søgte at virkeliggøre.

Ogsaa her, i de Forenede Stater, blev Forskellen mellem lang og kort Rente anselig i Mellemkrigsaarene; man har dog næppe Ret til at sige, at England og Staterne bevidst i deres Laanepolitik i disse Aar søgte til det billigste Marked. Det synes rigtigt, hvad en amerikansk Forfatter har paa-staaet, at endnu i 1930'erne anlagde Finansministerierne her det samme Syn paa den korte Gæld, som var det traditionelle i England — at korte Laan burde Staten kun midlertidigt optage, indtil Skatterne kom ind, eller indtil Tidspunktet stillede sig gunstigere for Optagelse af et langt Statslaan. Man anlagde med andre Ord det samme Synspunkt paa Statens Finanspolitik, som var det »klassiske« i Forholdet mellem Bankerne og deres Kunder, nemlig, at en Kunde kun lejlighedsvis maatte beslaglægge Bankkredit og i

hvert Fald een Gang om Aaret have et Nettotilgodehavende i Banken. Det er naturligvis vanskeligt her i Danmark at dømme, om dette Synspunkt virkelig anlagdes i 1930'erne i de Forenede Stater af de skiftende Finansministre, men meget tyder herpaa, bl. a. fordi man jo mente, at Rekonstruktionen i Staterne i 1933 kun skulde sætte Erhvervslivet i Gang (pump-priming).

Men jeg skal ikke opholde mig nærmere derved; afgørende for os her er det blot at fremhæve, at da Verdenskrig II brød ud, var der forud gaaet en Række Depressionsaar med relativ lav Rente, særlig for korte Laan, at de Forenede Stater nu ligesom fra gammel Tid af England havde faaet et Pengemarked, som Unionens Finanser var begyndt at støtte sig til ved Optagelse af Laan, og at der var et stort Spillerum mellem den korte og lange Rente.

Da Krigen brød ud, vedtog de forskellige Landes Regeringer i England, Kanada, de Forenede Stater og flere andre Lande efter Samraad med Seddelbankerne, at Krigen skulde finansieres til en fast Rente, d. v. s. Renten maatte ikke stige. Allerede heri ligger det, at man skulde slippe saa billigt fra Krigen som muligt, og da Dispariteten mellem kort og lang Rente, som nævnt, var stor, kan det ikke undre, at de vestlige Lande i høj Grad har skaffet sig Midler til Krigens Førelse ved korte eller halvlange Laan, ved Laan under 1 Aar eller Laan betalbare inden 2, 5 eller 10 Aar, hvorledes man nu vil sætte Skellet op mellem korte og halvlange Laan, eller mellem flydende Statsgæld og kort Statsgæld. Udtrykkene varierer fra Land til Land.

Lad mig nævne et Par Tal fra England. Her udgjorde pr. 31. Marts 1947 Statsgælden, naar man medregner Treasury Deposit Receipts, 27 Milliarder £ mod før Krigen 7 Milliarder. Af Statsgælden nu er 34 pCt. flydende Gæld, forfalden inden 1 Aar, mod 18 pCt. før Krigen, og en stor Del af den øvrige Gæld forfalder inden 10 Aar, saa at kun godt 30 pCt. af hele Gælden først forfalder efter 10 Aar, medens Tallet før Krigen var 71 pCt. Hvor stor en Del af de korte og halvlange Laan, der ligger i engelske Banker, lader sig ikke oplyse som Følge af Bankstatistikens Ufuldkommenhed, men efter Statistiken for clearende Banker har man for disses Vedkommende vel Lov at antage, at disse ligger med ca. 2 Milliarder £ i Statslaan, særlig korte og halvlange.

Stort anderledes er Billedet ikke, naar man ser paa Udviklingen i de Forenede Stater. Her udgjorde ult. 1945, da Unionsgælden var paa sit højeste, de Laan, der forfaldt til Betaling inden for 1 Aar, ca. 35 pCt. af den omsættelige Unionsgæld. Bankernes Beholdning af U. S. Obligationer var under Krigen steget fra 20 til 100 Milliarder, Deposita i Bankerne, Anfordrings- og paa Tid, var steget med 97 Milliarder, medens Kassen blot steg med 12 Milliarder.

Jeg skal ikke nævne flere Tal; de her nævnte viser, at Udviklingen i de to Lande stort set har været den samme: stærkt stigende Indskud i Bankerne,

der har fundet Anbringelse i Statslaan af forskellig Længde, efter alt at dømme særlig i korte, idet Bankerne af Likviditetshensyn naturligt har foretrukket saadanne. Yderligere ser man, at de korte eller halvlange Statslaan er kommet til at spille en betydningsfuld Rolle ved Krigsfinansieringen, idet de har betinget en relativ lav Rente, i Overensstemmelse med den Udvikling, der var gaaet paa i Mellemkrigsaarene.

Væsensforskellig fra det her skildrede er Forholdene ikke her i Landet. Ogsaa her er Indlaanene i Bankerne svulmet op, for at Besættelsesmagten kunde føre sin Krig, medens den danske Stat har optaget Laan for at binde Pengene, som den tyske Krigsførelse skabte, ligesom der ved Lovgivningen er bundet en Del af de i Banker og Sparekasser indsatte Midler i Nationalbanken som Kasserereserve. Man kan ogsaa nævne, at en stor Del af Provenuet af de optagne Laan staar paa Statens særlige Konto i Nationalbanken, men at paa den anden Side statens Reguleringskonto i Banken ogsaa er oppe paa et stort Beløb; fremdeles, at det ikke, som Tilfældet har været i England og de Forenede Stater, har været Hensynet til at føre Krigen til billigst mulige Rente, der her har været afgørende, men derimod at binde Pengene til billigst mulige Rente. Forskelligheder er der altsaa, men ikke desto mindre er Lighederne større. For at binde Pengene er man herhjemme kommet ind paa at anvende kort Statsgæld i et Omfang, som vi ikke tidligere sar kendt, ligesom man har fundet nye Former for denne. Før Krigen kendte man vel Skatkammerveksler og i 1930'erne 3-aarige Statsgældsbeviser, men store Beløb drejede det sig naturligvis ikke om, da Danmark som det Debitorland, det var, ikke havde noget Pengemarked i egentlig Forstand. Det blev Krigstiden forbeholdt her i Landet at skabe Pengerigeligheden og over Pengebindingen kort og halvlang Statsgæld, hvorfor vi i Dag staar i samme Stilling som mange andre Lande, bl. a. ogsaa England og U.S.A. Derfor er Problemet: Kort Statsgæld og Pengepolitik dukket op her som andetsteds.

Bankerne her i Landet som andetsteds har skiftet Karakter. Fra at være Institutioner til Fremme af Erhvervslivet kom de under Krigen til at ligne Sparekasser, idet de modtager Indlaan, som Depositaren i hvert Fald i Øjeblikket ikke har Brug for, og anbringer disse i Statsobligationer, selvom disse er af noget kortere Karakter, end Sparekassernes plejer at være. Ved den Ændring, Bankerne saaledes er undergaaet, fremkommer Bankernes Fortjeneste for en meget stor Del gennem Renter af Statsobligationer, som delvis gives videre til Indskyderne, ganske som i Sparekasserne. Dette har gjort, at man rundt om i Landene har spurgt, om Bankernes raison d'être som private Institutioner i Fremtiden; det er Laan til Erhvervslivet, der gør det naturligt at bibeholde Bankerne som Privatforetagender, saalænge Erhvervslivet ikke er socialiseret, men naar Statsobligationer spiller en saa stor Rolle i Bankernes Udlaan, er der jo ikke, som ved almindelige Udlaan til Næringslivet, Tale om, at de betales for at substituere en mindre kendt Kredit

med en bedre kendt. Der er ved Anbringelse i Statsobligationer ikke Tale om nogen Risiko fra Bankens Side, naar den køber korte Obligationer. Disse og andre lignende Betragtninger har den ændrede Karakter af Bankernes Udlaan givet Anledning til og vil sikkert ogsaa i den kommende Tid give Anledning til, idet man ikke kan antage, at Forholdet vil ændre sig væsentligt i den nærmeste Tid.

Alle saadanne Spekulationer skal jeg imidlertid ikke komme ind paa her; de er mer eller mindre betingede af det Syn, man har paa den fremtidige Udvikling, om den vil gaa i Retning af stærkere og stærkere Statsindgreb i Erhvervslivet, eller om de nuværende vil være noget rent forbigaaende; det Resultat, man kommer til gennem saadanne Overvejelser, vil mer eller mindre være bestemt af ens politiske Overbevisning og kan derfor ikke med Haab om Udbytte diskuteres. Lad mig blot nævne nogle Tal, der skal illustrere Ændringen i dansk Bankvæsen. Ult. 1938 udgjorde de forskellige Slags Udlaan (Kassekredit o. s. v.) 65 pCt. af de danske Bankers Balancer, ult. 1946 derimod kun 34 pCt. for ult. August 1947 at stige til 42 pCt.

Mere illustrerende maaske er Posten Indenlandske Obligationer og Aktier. Denne var før Krigen væsentlig at betragte som sekundær Kasse for Bankerne, men saaledes, at Obligationsbeholdningen ogsaa dannede Grundlag for Køb og Salg til Kunder. Nu har denne Post som nævnt skiftet Karakter, idet det er heri og i Kassen man fra et Bank-Synspunkt maa finde de »ledige« Penge. Vedblivende er Obligationer sekundær Kasse, hvorfor det falder naturligt at anføre Posterne: Kasse og Indenlandske Obligationer og Aktier sammen; disse udgjorde ult. 1938 20 pCt. af Bankernes samlede Balance, men i første Halvdel af 1947 46—47 pCt. Da som bekendt Lovgivningen tager Sigte paa dels gennem Kasserereserven, dels gennem Udbud fra Statens Side af korte eller halvlange Obligationer at binde Pengene, d. v. s. mindske den frie Kasse, der staar til Bankernes Raadighed, finder man ret naturligt her en gensidig Paavirkning. Da saaledes Loven i Marts Maaned i Aar nedsatte Kasserereserven, søgte den herved frigjorte Kasse over i Obligationer; sammenligner man saaledes Forholdet mellem Kasse — som bekendt har man intet offentliggjort Tal for Kasserereserven — og Obligationer ult. Marts og ult. Juli i Aar, saa gik Kassen i de mellemliggende Maaneder ned fra 31 til 17 pCt., medens Indenlandske Obligationer og Aktier steg fra 17 til 26 pCt. af Balancen.

Dette er ikke overraskende, men det er dog værd at fremdrage, idet det viser, at der ikke paa det daværende Tidspunkt havde været nogen Anledning for Lovgivningen til at ændre Kasserereservebestemmelserne.

Omvendt kan man se, hvorledes Kassen øges i Løbet af September Maaned 1947 med 165 Mill. Kr., samtidig med at Posten Indenlandske Obligationer og Aktier gaar 150 Mill. Kr. ned; dette skyldes, at Skatkammerbeviser og forskellige korte Statsgældsbeviser forfalder, hvorfor da ogsaa Statens

Konto i Henhold til særlige Love i Nationalbanken gaar ned. I Juni Maaned i Aar steg derimod denne Konto med ikke mindre end 230 Mill. Kr., hvad der bl. a. hænger sammen med, at Banker og Sparekasser fik Lov at købe de 5-aarige Statsgældsbeviser.

Ved nærmere at fordybe os i Statistiken fra de sidste Aar kunde vi finde andre interessante Bevægelser, der viser den gensidige Afhængighed, hvori Bankernes Kasse, deres Obligationskonto, Statens korte Gæld, Finansministeriets Konto i Henhold til særlige Love staar. Men afgørende er det blot at se, hvorledes Bankerne ved at undlade at tegne Skatkammerbeviser og Statsgældsbeviser, naar disse forfalder, kan skaffe sig Kasse, der da viser sig i en Nedgang i Finansministeriets særlige Konto og en Opgang i Folio-Konto i Nationalbanken.

Den korte Statsgæld gør det altsaa muligt for Bankerne i de forskellige Lande at skaffe sig Kasse ved den Tid, de forskellige Former for Statsgæld forfalder, uden om Seddelbanken. Den Omstændighed, at Staten her i Danmark har et Beløb paa Sær-Konto hos Nationalbanken, ændrer ikke dette Forhold; ved Hjælp af denne Konto kan Staten ganske vist uden større Vanskelighed efterkomme de Forpligtelser, den korte Statsgælds Indfrielse stiller til den, medens den ellers maatte trække sin Konto over i Seddelbanken, om denne ikke som i Sverige selv indtræder — i alle Tilfælde ligger det altsaa nu i Bankernes Hænder, om de vil holde større eller mindre Kasse. Seddelbankens kvantitative Regulering af Omsætningsmidlernes Mængde, som man i gamle Dage havde, naar Bankerne maatte skaffe sig Kasse gennem Redis-kontering, er skudt til Side for, hvorledes Staten regulerer sin Gæld — det er her Pengepolitikken foreløbig ligger.

Man vil mulig indvende, at, naar jeg her taler om Bankerne og atter Bankerne, der lader deres korte Statslaan forfalde og saaledes skaffer sig større Kasse, kan dette ikke være rigtigt, da Bankerne jo ikke alene ligger med den korte Gæld; det gør de ikke allerede af den Grund, at f. Eks. i Danmark 2-aarige og indtil for nylig ogsaa 5-aarige Statsgældsbeviser ikke maatte købes af Banker og Sparekasser. Yderligere kan vi nævne, at ved Udgangen af August i Aar var Bankernes Beholdning af indenlandske Obligationer og Aktier kun 2 Milliarder, medens Statens kort Gæld samtidig udgjorde $2\frac{1}{2}$ Milliard, hvoraf dog 80 Millioner var Spareobligationer. Det er rigtigt, men vi ved ikke, hvorledes den korte Gæld, som Staten har, i Øjeblikket fordeler sig paa Banker, Sparekasser, Assuranceselskaber, Pensionskasser, Legater, Erhvervsvirksomheder o. s. v. De Tal, der i den Henseende kan anføres, er saa gamle, at de er uden Interesse, idet det maa antages, at Forskydningerne netop paa dette Omraade er store. Selvom den korte Gæld skulde være ret fordelt paa mange Hænder, bliver det imidlertid Bankernes og disses Dispositioner, der bliver afgørende. Hvis et Assuranceselskab lader et 5-Aars Statsgældsbevis indfri ved Forfaldstid, vil dette være Udtryk for, at Selskabet

ønsker at holde større Kasse, d. v. s. Selskabets Tilgodehavende i en Bank vokser, og det bliver i sidste Instans Bankens Disposition over Kassen, der bliver afgørende, idet den i givet Fald kan modvirke den større Kasse, den har faaet over Kundens Disposition, ved selv at tegne korte Statslaan. Det samme gælder, naar en Sparekasse ikke fornyer et kort Laan — det er Bankerne, der holder Samfundets Kasse, og det er disses Dispositioner, det kommer an paa.

Jeg sagde, at medens det tidligere var Seddelbanken, der i sidste Instans havde Ansvaret for Pengepolitikken i de forskellige Lande, er det nu Staten, der gennem sin Lovgivning har Ansvaret, eller, kan man ogsaa ligesaavel sige, de enkelte Banker, der kan bestemme, om de vil have større eller mindre Kasse, og da Kassen nu engang danner Grundlag for den øvrige Kreditgivning, er der hermed ogsaa givet Mulighed for en Udvidelse af Kreditten, der eventuelt ikke er i Samfundets Interesse.

Forlader vi nu foreløbig de særlige danske Forhold, vil vi rundtom i Verden se, hvorledes Pengene stadig ikke udfylder deres normale Funktion; en større eller mindre Del af Indkomsterne i Samfundet har samlet sig i Bankerne og er oplaant af Staterne i Form af korte Laan til en, i Sammenligning med hvad lange Laan betinger, lav Rente. Medens man her i Landet har anlagt det Synspunkt paa den korte Gæld, at man i Virkeligheden gav Bankerne en Foræring, naar Nationalbanken og Staten ydede en Rente, er der i Udlandet Tale om, at man over den korte Rente har finansieret Krigen paa billigste Maade. Nogen fast Linie i Skabelsen af den korte Gæld, om det skulde være 6-Maaneders Laan eller 2-, 5- eller 10-aarige, kan man ikke finde, ligesaa lidt som man herhjemme kan finde nogen egentlig pengepolitisk Begrundelse i, hvorfor Renten er nedsat, eller man har tilladt Banker og Sparekasser at købe 5-aarige Statsgældsbeviser, efter at dette i adskillige Aar havde været forbudt. Det synes saaledes mer eller mindre tilfældigt, hvorledes den korte Gæld er sammensat, og hvad der gælder her i Landet synes ogsaa at gælde Udlandet; kun det Synspunkt synes at have været gældende, at slippe billigst muligt for Staten.

Vi befinder os nu i Overgangsperioden fra Krig til Fred, i hvert Fald forsaavidt angaar det økonomiske Liv. Det kan maaske være vanskeligt for Tiden at se det, men dog er det saaledes, at Stabilisering af Økonomi og Finanser kommer til at spille en større Rolle — det er i Modsætning til Krigen, hvor, efter hvad »Economist« engang sagde, Opgaven for Finanspolitikken er at passe paa, at intet afgøres ud fra finansielle Hensyn.

Nu melder »Problemet« sig; af Hensyn til den store Statsgæld, de krigsførende Lande har padraget sig, og hvoraf som nævnt en meget stor Del er kort, maa Staterne være interesserede i at holde Renten nede, og det gælder saavel den korte som den lange. Paa den anden Side skulde der gerne føres en økonomisk Politik, der som sit fjernere Maal vel maa siges at skulle skaffe

saa stor Beskæftigelse som mulig, men i Øjeblikket maa tilsigte at hindre, at Prisskruen uden Ende sættes i Bevægelse opad; i Forbindelse hermed maa det nævnes, at man ogsaa skal holde faste Valutakurser, et Moment, som synes mere og mere at glide i Baggrunden.

Naar man ønsker at standse Prisstigning og Inflation, er det »klassiske« Middel Renteforhøjelse, hvad ogsaa Keynes tog til Orde for, naar der, som nu er Tilfældet i de fleste Lande, er fuld Beskæftigelse, ja, til Tider mere end det. Men en Rentestigning vil føre med sig, at ogsaa Staten maa forhøje Renten af sin Gæld, eller ogsaa vil Bankerne afstøde deres Statsgældsobligationer til Seddelbankerne eller undlade at forny dem, naar de udløber, og paa den Maade skaffe sig Kasse. Forholdene i Sverige viser, hvorledes man ved at holde Renten paa Statsobligationer fast har opnaaet, at ca. $\frac{1}{5}$ af Statsgælden er havnet i Seddelbanken. Ikke mindst har »Problemet« meldt sig i de Forenede Stater, idet efter alt at dømme England og Kanada, hvor Bankvæsenet er stærkt koncentreret, har truffet en Underhaandsaftale med Bankerne om, at de skal vedblive at holde de korte Statsgældsbeviser. Men i de Forenede Stater, hvor der er ca. 14.000 Banker, lader en saadan Aftale sig vanskeligt bringe i Stand, og det er derfor særlig her Diskussionen gaar for sig. Med den store Beskæftigelse, man her har, med det store Eksportoverskud, Staterne har, og med Opgivelse af Priskontrollen, der her har fundet Sted, er the Board of the Governors of the Federal Reserve System klar over, at det bør være over en højere Diskonto, at Krediten bør holdes i Tømme. Allerede er Diskontoen for Treasury Bills og Treasury Notes sat lidt i Vejret, samtidig med at Unionen gennem Bibeholdelse af det høje Skatteniveau har kunnet opnaa et Overskud paa Budgettet, der er anvendt til Inddragning af nogle af de korte Statsgældsbeviser. Men en yderligere Diskonto-Stigning vil fordyre Forrentningen af Statsgælden, og her staar Seddelbanken over for Dilemmaet! Man vil gerne bekæmpe Prisstigningen gennem højere Diskonto, men kan det ikke, da Bankerne paa egen Haand kan skaffe sig Kasse, saalænge de ligger med saa store Mængder korte Unionsobligationer, hvoraf en større eller mindre Del stadig forfalder. Seddelbankerne har ingen Magt, og for Regeringerne synes Hensynet til den lave Forrentning af Statsgælden i Form af korte Laan at veje stærkere til end Hensynet til Inflationens Bekæmpelse.

At der er Fare for, at Krediten udvides for stærkt, gælder ogsaa her i Danmark. Da Staten nu forrenter sin Nettogæld i Nationalbanken med $\frac{1}{4}$ pCt. og Skatkammerveksler og Statsgældsbeviser med varierende Rentesatser, tør man sige, at den korte Gæld, som Staten har, vel gennemgaaende koster den ca. $1\frac{1}{2}$ pCt., medens Renten for lange Statslaan nu betinger ca. $3\frac{3}{4}$ pCt. Samtidig betinger Udlaan fra Banker 4— $5\frac{1}{2}$ pCt. Det er jo en mærkelig Konstellation af Rentesatser, man saaledes har. Inflationens fare ligger vel særlig i Dispariteten mellem den korte Statsgældssats og saa Ud-

laanssatsen. Lad ogsaa være, at Bankerne her i Landet gennemgaaende har ført en forsigtig Udlaanspolitik, hvad de øjeblikkelige usikre Forhold ogsaa opfordrer til, saa er Fristelsen stor til en Kreditudvidelse, naar Forskellen mellem Kundekredit og Rente af kort Statslaan er saa betydelig, som Tilfældet nu er, og man kan med Rette spørge, om Finanspolitikken i det snart forløbne Aar effektivt har understøttet de gennem Prisreguleringer udfoldede Bestræbelser for at holde Priseniveauet nede.

Jeg ved vel, at man har hævdet, at naar Indskudene i Bankerne er saa store, som Tilfældet er nu, er det Depositarerne, der raader over, om Pengene skal gives ud, og hvorledes de skal gives ud, og ikke Bankerne. Jeg vil dog her bemærke, at Udlaanene i Bankerne fra September 1945 til September 1947 er steget fra 1,7 til 3,3 Milliarder Kroner, hvad der ikke tyder paa, at Bankernes Kreditgivning er uden Betydning. Det er ikke en Udvidelse af Kreditgivning til Erhvervslivet, der maa hindres, men en Udvidelse, der ikke tilpasses de forhaandenværende Resourcer for Produktionen og bringer os ind i en inflatorisk Prisstigning. Og til den Ende gælder det om, at der skabes en Myndighed, der kan have Hold paa Udviklingen, uden at Krediten fordyres for stærkt. Man kan mene, hvad man vil, om man i den nuværende Situation kan lede Erhvervs- og Prispolitikken over Pengepolitikken alene, eller om man maa foretage direkte Reguleringer af Produktion — det er ikke det, der herom er Tale; selv de Folk, der mener, at man i den nuværende Situation maa foretage direkte Reguleringer af Erhvervslivet fra Statens Side, hvortil ogsaa jeg bekender mig, vil sikkert indrømme, at Kreditpolitik maa være et nødvendigt Supplement, saaledes som det ogsaa kom frem paa det nationaløkonomiske Møde sidste Aar fra flere Taleres Side.

Hvad har man da hidtil gjort i denne Henseende?

Den Vej, man hidtil har brugt, er Beskatningens; man har ogsaa opnaaet betydningsfulde Resultater ad denne Vej, hvad der ses i Nedgangen i Statens Gæld til Nationalbanken og Nedgangen i Bankernes Balancer. Fra de fleste Sider indrømmes det dog, at man ikke har faaet indsuget de saakaldte »ledige Penge«, og værd er det at bemærke, at til Trods for fuld Beskæftigelse, som man har haft af Arbejdskraft afvigte Aar, ligger Bankerne med store Kasser og korte Obligationer, der for de fleste Bankers Vedkommende hurtigt kan omsættes i Kasse.

Samtidig har man imidlertid kunnet se, hvor vanskeligt det er at fortsætte ad denne Vej, og ligesaa svært falder det at overbalancere Budgettet. Herigennem vilde det jo være muligt at trække Midler fra Bankerne til Afbetaling af Statens Gæld til Nationalbanken.

Men man kan ogsaa gaa den Vej at optage et langt Statslaan; i saa Fald vilde vel Bankerne i højere Grad undlade at forny de korte Statsgældsbeviser, saa at Statens Sær-Konto vilde gaa ned, men samtidig vilde saa herved Staten faa Midler i Hænde til at afbetale noget af sin Gæld til Nationalban-

ken. Det vanskelige Punkt her er imidlertid, at Renteudgiften vilde stige for Staten, hvad der i de tidligere krigsførende Lande er af Betydning. Hertil kommer, at man dermed ogsaa vilde sætte den lange Rente op paa et Tidspunkt, hvor man netop gerne vil fremme Boligbyggeriet. Hvad det vil gælde om ved et saadant langt Laan, er at faa det anbragt hos saadanne, for hvem Forrentningen er det afgørende, saa at Obligationerne kommer til at ligge fast. Hvilke Veje, man i saa Hensende skal gaa, skal jeg ikke komme ind paa her, men jeg vil dog nævne, at Spareobligationerne utvivlsomt var en heldig Form, der jo desværre ikke blev slaaet op til en Succes.

Mange i denne Forsamling vil sikkert hævde, at Optagelse af et langt Laan til højere Rente end den nuværende vilde være den daarligste Udvej — saa forskelligt ser man inden for Nationaløkonomernes Kreds herpaa. Jeg skal derfor ikke komme nærmere ind herpaa, men er det ikke ret tilfældigt, at vi er kommet ned paa en lang Rente for Statsobligationer paa 3,6 à 3,9 pCt.? Havde Krigen varet noget kortere, eller havde den tyske Besættelsesmagt holdt lidt igen paa dens Udgifter her i Landet, var vi blevet staaende ved en højere Rentefod. Omvendt, havde Krigen varet længere eller Tyskerne hentet endnu flere Penge i Nationalbanken, var Renten faldet mere. Det er i Virkeligheden en Tilfældighed, at den lange Rente ligger, hvor den nu er — langt mere har det Synspunkt paa sig, at man skal søge at stabilisere Rentefoden for lange Laan; man maa se Renten paa langt Sigt. Jeg personligt tror imidlertid, at Rentefoden, om den igen faar noget Betydning under friere Forhold, maa holdes her i Landet et Stykke over 4 pCt.; og jeg kan i den Henseende henvise til, hvorledes Forholdene herhjemme laa i 1930'erne, da Erhvervslivets Krav om Kapital var forholdsvis beskedne, naar Staten optog indenlandske Laan. Saa vil ganske vist, om man tænkte sig de nuværende korte Laan delvis afløst af et langt, Statens Renteudgift for dette Beløbs Vedkommende stige noget, men Spørgsmaalet er blot, om det ikke er dette værd, for derved at opnaa en Stabilisering af vort Pengevæsen.

Hertil kommer ogsaa, at man ikke efter de mange Aar med faldende Rente maa undervurdere den psykologiske Betydning, et højere forrentet Laan vil have. At opfordre i Almindelighed Folk til at spare, nytter intet, der maa noget mere til. I et Land som Belgien, der jo i forbløffende Grad har faaet sin Økonomi paa Fode, ser man, hvorledes man planlægger et stort Folkelaan, der ganske vist skal være et Præmielaan i de første ti Aar, men derefter bære en Rente paa 5 pCt. Det kommer ved et langt Laans Optagelse meget an paa at ramme det psykologiske Øjeblik og finde en Form, der vækker Folks Interesse.

De Veje, jeg her har anført, gaar alle ud paa at formindske den korte Gæld, eventuelt helt afskaffe den, men at det vil tage Tid, er klart; hvad da i Mellemtiden? Man har i de Forenede Stater ivrigt diskuteret andre Veje, der gaar ud paa direkte at gribe ind over for Bankerne, saaledes at

der lægges et Baand paa dem med Hensyn til at skaffe sig Kasse ved at undlade at forny den korte Gæld. Forslagene er mange, men det forekommer mig, at der kun er Anledning til at nævne to.

Det ene gaar ud paa, at man i Stedet for de mange korte Obligationer, Bankerne nu har, skulde skabe en ny Obligation, bærende en Rente paa 1 pCt., som Bankerne da skulde ligge med i et bestemt Forhold til deres Anfordringsforpligtelser. Paa den Maade vilde Statens Udgifter til Forrentning ikke stige. Gik en Banks Anfordringsindlaan tilbage, medens en andens tilsvarende steg, vilde der blot blive Tale om, at Statskassen skulde staa som Formidler, og kun om Indlaanene som Helhed gik tilbage, blev Staten nødt til at indfri Obligationen. Dette vilde særlig ske, om man gennem Paa-lægning af Skatter fik Indlaanene til at gaa ned. Forbilledet for denne Idé har man i mange Seddelbanker, hvor disse som Dækning for en Del af Sedlerne fra gammel Tid skal ligge med Statsobligationer, der gennemgaaende forrentes forholdsvis lavt; ligeledes kan man henvise til de nuværende Forhold, hvor Bankerne de facto ligger med korte, lavt forrentede Obligationer. Vanskeligheden ved Ideens Gennemførelse er bl. a., at den forudsætter, at Bankerne strengt overholder den Tidsfrist, som Opsigelsesindskud er indsat paa, at Bankerne vil være ret forskellig indstillede, idet Anfordringspenge spiller en forskellig Rolle i disse, og at Staten vedblivende skal betale Rente af sterile Fonds. Det er ganske vist det, der sker i Øjeblikket, blot at det er Bankerne, der bestemmer selv, om de vil eller ej, medens en saadan Lovgivning vil hindre Bankernes Dispositionsret. At en saadan Foranstaltning skulde øve nogen Indflydelse paa Udbyttet i Bankerne i Sammenligning med de nuværende Forhold, kan man ikke tro.

Men her i Landet har man ikke alene bundet Penge ved at skabe korte Papirer, men ogsaa ved at paabyde en Kasserreserve i Nationalbanken. Dette er jo ganske efter amerikansk Mønster, og det er da ogsaa, synes det, denne Foranstaltning Styrelsen for Federal Reserve Systemet særlig gaar ind for. Herefter skulde saa Bankerne holde en Del af deres Indskud paa Anfordring som Kasserreserve, der da af Seddelbanken kunde varieres alt efter, hvorledes den kommende Udvikling vil forme sig, idet den Begrænsning, der nu findes i amerikansk Lovgivning, skulde ændres og Centralledelsen have Ret til at sætte Kasserereserven væsentlig i Vejret, om Forholdene talte herfor. Det Tilløb, man her i Landet ved Lovgivningen om Kasserereserven havde til at efterligne de Forenede Stater, blev ogsaa kun et Tilløb, idet en effektiv Ledelse af Pengepolitikken ad denne Vej forudsætter, at Lovgivningen bliver af længere Varighed og ikke pludselig ændres af Rigsdagen, som Tilfældet var, da Loven skulde fornys. Om man saa vil overlade Nationalbanken at fastsætte Kasserreserve-Procenten, eller man tillige vil blande andre ind heri, er af underordnet Betydning for mig. For mig er det afgørende, at der i Øjeblikket ikke er nogen Ledelse af Pengepolitikken her i Landet, og at det

gælder om at skaffe et Apparat, en Form, hvorunder en saadan forholdsvis smertefrit kan fungere.

Muligvis vil man indvende over for det her sagte, at man paa Bankbalancerne kan se, hvorledes vi er paa Vej mod mere normale Forhold, idet disse f. Eks. ult. 1946 udgjorde 8,2 Milliarder mod ult. August 1947 $7\frac{3}{4}$ Milliarder Kroner. Det er rigtigt, men samtidig har der fundet en Kreditudvidelse Sted, der gaar i modsat Retning. Hertil kommer, at, selvom man almindeligt nævner bestemte Tal for, hvor megen Købekraft der skal inddrages, for at Pengesanereringen kan siges at være fuldført, saa ved vi i Virkeligheden intet om det nøjagtige Tal, idet det vil afhænge af Faktorer, som vi i Øjeblikket ikke kan overse, ligesom det afhænger af den Politik, Regeringen vil slaa ind paa.

Hvad jeg her har været inde paa, er blot at vise, at der i Øjeblikket ikke føres nogen Pengepolitik, og at der kan og bør findes Veje, hvorved det bliver muligt at føre en saadan, om man ikke skal give Forringelsen af Pengeværdien frit Løb. Overalt i Verden taler man om Inflation og Inflationfare, men til Trods herfor føres der ikke nogen maalbevidst Pengepolitik; Hensynet til den billige Statsgæld, som man skabte under Krigen i Form af kort Gæld, og som man stadig vil holde lavt forrentelig, synes at være vigtigere for Regeringerne end Opretholdelse af Pengeværdien.