

## OM RENTEDANNELSEN FOR KREDIT- FORENINGSOBLIGATIONER

AF HEINRICH SCHLEBAUM LARSEN

I et diskussionsindlæg i *Økonomisk Tidsskrift* nr. 1, 1949, har jeg i anledning af en artikel, hvori professor Philip refererer en undersøgelse over bankernes likviditetspræference, søgt at uddybe de problemer, der knytter sig til forholdet mellem rentens højde og bankernes likviditet. Jeg fremhævede i den forbindelse, at med de analyser, som professor Philip og jeg havde foretaget, var man kun trængt et lille spadestik ned i det materiale, som findes til belysning af Danmarks pengepolitik under og efter besættelsen. Jeg skal i denne artikel søge at uddybe yderligere nogle af de problemer, som knytter sig til det keynesianske likviditetsbegreb. Artiklen stiller ikke noget krav på fuldstændighed. Emnet er så omfattende, at det kun har været en enkelt begrænset side af det, der har kunnet tages op til behandling på dette sted, og for så vidt skylder jeg måske en undskyldning for, at jeg allerede på indeværende tidspunkt fremlægger dette materiale. Undskyldningen må jeg søge dels i, at jeg gerne ville levere en artikel til dette festskrift, dels i, at de problemer, som her er behandlet, har aktuel interesse ved bedømmelsen af den penge- og rentepolitiske situation i disse år.

Som indledning til den konkrete problembehandling vil det være nødvendigt først at give et kort rids af den teori, som ligger til grund for analysen. Denne er bygget på den keynesianske likviditetsteori, der som bekendt søger at forklare renten som bestemt af likviditeten i samfundet på den ene side og de forskellige samfundsgruppers likviditetspræference på den anden side. I den oplægning, Keynes har givet sin renteteori, arbejder han kun med een form for likviditet, nemlig borgernes beholdning af sedler og deres anfordringstilgodehavender over for centralbanken, og renten forklares da som bestemt af den samlede mængde af disse betalingsmidler og den samlede efterspørgsel efter kasse, og denne samlede efterspørgsel efter kasse forklares atter ud fra tre hovedmotiver, nemlig transaktionsmotivet, forsigtighedsmotivet og spekulationsmotivet.

I de år, der er gået siden Keynes skrev *General Theory*, er der imidlertid i diskussionen om denne renteteori rejst krav om, at den måtte gøres institutionalistisk, således at den blev indrettet efter forholdene i de enkelte lande.

Hvis den keynesianske renteteori skal gøres institutionalistisk, kan det ske ved, at man opløser både efterspørgselssiden og udbudssiden, som jo begge i det praktiske liv er sammensat af mindre grupper, således at de keynesianske totalgrupper i virkeligheden er heterogene størrelser.

Vender vi os først til *udbudssiden*, så synes man efter danske forhold at kunne få en bedre analyse af rentedannelsen, hvis man ikke regner med en enkelt form for likviditet. Det danske penge- og kapitalmarked er opbygget af en række forskellige mere eller mindre likvide investeringsobjekter. Man kan som eksempler nævne aktier, statsobligationer af vidt forskellig art og med forskellig løbetid, kreditforeningsobligationer med meget forskellig løbetid, lige fra de åbne serier med en restløbetid på 60—70 år og til lukkede serier, som ofte kun har en kort løbetid på 10—30 år, hypotekforeningsobligationer, som varierer inden for samme grænser, og veksler. Hele dette materiale af investeringspapirer og papirer, som er egnede for pengemarkedet, betinger en rigt nuanceret rentestruktur, og denne rentestruktur får man ikke nogen forklaring på, hvis man alene opererer med de keynesianske totalbegreber. En frugtbar tilnærmelse til en forklaring af rentestrukturen ville man derimod få, hvis man i stedet for alene at opfatte penge som likviditet betegnede alle disse forskellige investeringsmuligheder for pengene som forskellige former for likviditet. I virkeligheden synes en sådan terminologi også at være mere hensigtsmæssig, da det jo kun er, når man sammenligner de legale betalingsmidler med de langfristede obligationer, at man får den skarpe grænse frem, som Keynes i virkeligheden opererer med i sit system. Denne grænse mellem likviditet og afkald på likviditet, som er det bestemmende for renteniveauet ifølge Keynes, forsvinder derimod næsten, hvis man i stedet for betragter f. eks. penge i forhold til 6 måneders skatkammerbeviser eller 2—10-årige statsobligationer. I hvert fald i visse perioder kan man gå ud fra, at f. eks. bankerne har betragtet sådanne kortfristede statspapirer som ganske analoge med penge, men denne glidende overgang vil man få hele vejen op gennem massen af værdipapirer.

Hvis man vælger denne terminologi, kan man således give udtryk for den keynesianske renteteori på den måde, at man siger, at renten er bestemt af borgernes og bankernes præference for den enkelte likviditetsform over for andre likviditetsformer. Renten på en kreditforeningsobligation i en åben serie bliver således bestemt af forskellen mellem borgernes præference for legale betalingsmidler og borgernes præference for kre-

ditforeningsobligationer fra en åben serie. Medens f. eks. forskellen mellem renten for en åben serie af kreditforeningsobligationer og en lukket serie med en løbetid på lad os sige 25 år bliver bestemt af borgernes præference for mellemlange kreditforeningsobligationer over for kreditforeningsobligationer med meget lang løbetid.

Man vil forstå, at denne terminologi ganske er i overensstemmelse med den keynesianske renteteori, men at jeg mener, at den er mere hensigtsmæssig end den hidtil anvendte terminologi, fordi den, — som det hævdes i Stockholmskolenes commonsenceteori gør det, — åbner mulighed for at forklare rentestrukturen, d. v. s. rentedannelsen for de forskellige typer af værdipapirer.

En institutionalistisk renteteori efter den keynesianske linie må imidlertid også føre til en opspaltning på *efterspørgselssiden*. I den almindelige oplægning opereres der jo kun med een stor gruppe som efterspørgere efter likviditet, det vil altså efter den her valgte terminologi sige efter de forskellige former for likviditet. Når man vil nå frem til en forklaring af rentestrukturen samtidig med, at renteniveauet (hvad man så end vil forstå ved dette begreb) forklares, bliver det imidlertid nødvendigt at tage hensyn til, at efterspørgsel efter de forskellige former for likviditet hidrører til en vis grad fra forskellige grupper af borgere, således at man ikke kan forklare rentedannelsen uden først at finde en forklaring på, hvad det er, der er bestemmende for disse enkelte gruppers efterspørgsel efter de forskellige likviditetsformer.

Man må således sikkert sondre mellem den efterspørgsel efter likviditet, som hidrører fra bankerne, fra forsikringsselskaberne og fra borgerne iøvrigt. En fuldstændig analyse ville sikkert være nødt til at arbejde med endnu flere grupper, end der her er nævnt, men i denne sammenhæng skal jeg for overskuelighedens skyld begrænse mig til disse tre efterspørgselsgrupper. Man kunne således tænke sig at medtage som særlige grupper sparekasserne og kreditforeningerne.

Hvad først *bankerne angår*, så må man regne med, at bankernes likviditetspræference først og fremmest er dikteret af bankernes behov for kasse og likvide fordringer til tilfredsstillelse af de krav, der kan blive rettet mod bankerne som følge af de forpligtelser, bankerne har påtaget sig bl. a. ved at modtage indlån. Man kan tale om bankernes omsætningsmotiv. Endvidere vil bankernes efterspørgsel efter likvide fordringer i meget høj grad være påvirket af det, som Keynes betegner som spekulationsmotivet, altså af forventningerne med hensyn til den fremtidige renteutvikling. Denne forventning med hensyn til den fremtidige renteutvikling vil ikke alene være afgørende for, hvor store mængder af sedler og anfordringstilgodehavender i Nationalbanken, bankerne ønsker at ligge med, men den vil også spille en afgørende rolle med hensyn til, hvorledes bankerne place-

rer de pengemidler, som ikke anbringes som egentlig kassebeholdning. Hvis vi begrænser os til valget mellem de forskellige typer af obligationer (og det vil jeg hovedsagelig gøre i denne fremstilling), må vi regne med, at bankerne i en periode, hvor de venter rentestigning, i særlig høj grad vil være tilbøjelige til at anbringe deres midler i kortfristede obligationer, og at der som følge af den likviditetspræferencesituation, som bankerne befinder sig i, vil være en tendens til, at de mere kortfristede papirer får en højere kurs og dermed en lavere rente end de langfristede papirer. Dette fænomen kan forklares dels derigennem, at den senere rentestigning for de kortfristede papirers vedkommende vil medføre en mindre kursnedgang end for de langfristede papirers vedkommende, således at der er et mindre kapitaltab forbundet med anbringelse i de kortfristede papirer, dels finder den sin forklaring i, at de kortfristede papirer har en langt større udtrækningschance end de langfristede papirer, således at risikoen for kurstab er langt mindre for de kortfristede papirer end for de langfristede. Der består tværtimod en reel chance for, at man i stedet får en kursgevinst. Denne forklaring bygger ikke på, at udtrækningschancen for de kortfristede papirer overvurderes (jfr. nedenfor), men har sin begrundelse i selve den kendsgerning, at udtrækningschancen for kortfristede papirer er større end for langfristede. Det vil da også ses, at denne større udtrækningschance i dette tilfælde fører til, at renteforskellen mellem korte og lange papirer er stor, når renten er lav, medens det omvendte er tilfældet, hvor der er tale om en overvurdering af udtrækningschancen, således som det nærmere skal omtales senere.

Dette spekulationsmotiv hos bankerne skulle altså tendere imod, at renten for korte og lange papirer ikke er parallelt løbende størrelser, men at de til en vis grad har modsatrettede bevægelser.

For *forsikringselskabernes* vedkommende gælder det, at deres anbringelse af de midler, de forvalter, i ret høj grad er bundet og sædvanebestemt. Forsikringselskabernes grundlag er baseret på, at selskaberne ret omgående anbringer deres penge i papirer, der giver en så høj forrentning som muligt, idet anbringelsesmulighederne dog er begrænset til visse papirer, som nærmere er opregnet i forsikringslovgivningen. Det almindelige er derfor, at forsikringselskaberne ret omgående anbringer deres præmiereserve i kreditforeningsobligationer og statsobligationer med en lang restløbetid, såvidt det kan ses især i åbne kreditforeningsserier, idet disse papirer giver den største effektive forrentning. Når pengene er anbragt i obligationer, båndlægges disse, og forsikringselskaberne kan derfor i almindelighed ikke drive spekulation. Man kan højst tænke sig, at selskaberne ved selve anbringelsen tager et vist hensyn til renteforskellen mellem de forskellige kreditforeningers papirer, samt at de driver en mindre spekulation ved eventuelt at udskyde eller fremskynde købet af obligationer.

Men det er, såvidt man kan skønne, kun forholdsvis korte perioder, der kan være tale om.

Den tredie gruppe, *borgerne*, må sikkert opdeles i to undergrupper, nemlig virksomhederne og de private sparere. Tager vi virksomhederne først, da vil disses likviditetspræference med hensyn til de forskellige måder at anbringe den del af virksomhedens kapital på, som ikke er direkte investeret i reale kapitalgoder, i særlig grad være bestemt af det øjeblikkelige behov, de har for betalingsmidler i form af sedler og anfordringsindsud i bankerne, i forbindelse med de forventninger med hensyn til behovet i den nærmeste fremtid, som driftsherrerne nærer. I det omfang virksomhederne har en overskudskasse, som ikke umiddelbart ønskes investeret i reale goder, kan der blive tale om at søge til kapitalmarkedets andre områder, og meget taler for, at de private driftsherrer ved en sådan anbringelse af midlerne vil gå frem efter lignende synspunkter, som er bestemmende for bankernes anbringelse af midlerne, idet man dog måske må antage, at visse irrationelle momenter spiller en større rolle for de enkelte driftsherrers vedkommende end for bankernes.

For sparernes vedkommende må man sikkert antage, at de i et vist omfang lader sig lede af de samme motiver, som er bestemmende for bankernes, forsikringsselskabernes og driftsherrernes dispositioner. Jeg vil dog være tilbøjelig til at mene, at udover de 3 motiver, som er opregnet af Keynes, kommer der et fjerde motiv til for sparernes vedkommende. Vi kan kalde det udtrækningsgevinstmotivet. Jeg har ved flere lejligheder fået et indtryk af, at et sådant motiv findes, men jeg må indrømme, at det ikke er tilstrækkeligt undersøgt til, at man kan tale om et bevis — men Keynes' motiver er vel også i vidt omfang postulater. For nærmere at forklare dette motiv kan vi som eksempel tage en mand, som i en alder af 30—35 år påbegynder en opsparing for at sikre sig en vis kapital til brug, når han i en alder af omkring 60 år ønsker at trække sig tilbage fra aktiv erhvervsvirksomhed. Hvis denne mand anbringer sine penge i åbne kreditforeningsserier, vil disse åbne kreditforeningsserier, når han fylder 60 år, endnu have en restløbetid på 30—40 år, og han kan derfor være sikker på at kunne realisere sin opsparing uden at måtte tage et væsentligt kurstab, nemlig hvis renten til den tid er højere end på det tidspunkt, hvor opsparingen finder sted. Anbringer han derimod sine penge i korte kreditforeningsobligationer, d. v. s. sådanne kreditforeningsobligationer, som har en restløbetid på 25—30 år eller derunder, vil han være nogenlunde sikker på, at disse papirer kommer til udtrækning ved det tidspunkt, hvor han ønsker at disponere over sin opsparing eller i hvert fald, at de i så høj grad er blevet kortfristede papirer, at kursen ikke vil kunne ligge ret langt under pari på grund af udtrækningschancen. Der vil allerede heri for spareren være et incitament til at byde kursen på kortfri-



Hvis man ved analysen af fig. 1 ser bort fra året 1940 og slutningen af 1939, da spekulationen i papirernes kurser var meget voldsom, og da man derfor ikke kan bygge nogen mere almindelige udsagn på grundlag af udsvingene, vil man se, at der er en karakteristisk forskel mellem den måde, på hvilken 8. serie bevæger sig i forhold til 10. serie, og den måde, på hvilken 10. serie bevæger sig i forhold til 11. og 12. serie.

Det karakteristiske for forholdet mellem 8. og 10. serie er, at afstanden mellem den effektive rente for 10. serie og den effektive rente for 8. serie som hovedregel er størst, når renten for 10. serie er lavest, medens spillerummet indsnævres, når renten for 10. serie stiger. Disse bevægelser kunne tyde på, at det indbyrdes forhold mellem de to obligationstyper er udtryk for forandringer i forventningerne med hensyn til den fremtidige renteutvikling. Denne teori bestyrkes da også i en række særlige afsnit på kurverne, hvor man har god grund til at antage, at der er sket ændringer i forventningerne. I midten af 1942 blev således de første pengeopsugningslove vedtaget på rigsdagen, og disse pengeopsugningslove er sikkert blevet taget som et udtryk for, at der kunne blive tale om, at renten atter ville stige fra sit lave niveau. Den første reaktion var da også et ret stærkt fald i den effektive rente på 8. serie, men da man blev klar over, at der i hvert fald ikke skete nogen umiddelbar rentestigning, indtrådte der atter en vis stigning i renten for 8. serie. Da pengeloven blev skærpet i 1943, og da samtidig sådanne ændringer indtrådte i krigsforholdene, at der i visse perioder opstod forventning om, at krigens afslutning måske ikke var så fjern, medførte dette et fornyet fald i renten for 8. serie. Endelig skal det nævnes, at den stærke stigning i den effektive rente på 8. serie i slutningen af 1945 udmærket kan forklares ved, at der endnu på dette tidspunkt ikke var sket noget på basis af den seddelombytning og formueopgørelse, som var foretaget i sommeren 1945, og som øjensynlig havde medført visse forventninger om rentestigning, samt at engangsskatteovens forelæggelse og vedtagelse i 1946 medførte et nyt fald i den effektive rente for 8. serie.

Det karakteristiske for forholdet mellem 10. serie på den ene side og 11. og 12. serie på den anden side er derimod, at forskellen mellem den effektive rente på de to grupper er stigende, når renten er høj på de langfristede obligationer. Dette kommer især frem i 1943, men det ses også i begyndelsen af 1941 og ved rentestigningen i slutningen af 1948. Disse bevægelser kan næppe forklares ved ændringer i forventningerne. I så fald skulle de nemlig have gået i den modsatte retning. Der kan derimod være tale om, at de står i forbindelse med den overvurdering af udtrækningschancen for korte obligationer, som er omtalt ovenfor. For nærmere at illustrere dette har jeg i figur 2 fremstillet sammenhængen mellem forskellen i effektiv rente på 10. og 12. serie og kursen på 12. serie. Hvis man tager hele diagrammet under eet, får man en vis korellation mellem kur-



sens højde og renteforskellen, således at renteforskellen er størst, når kursen står længst under pari, medens der praktisk talt ikke er tale om nogen renteforskel, når kursen nærmer sig til eller overstiger pari. Det må dog indrømmes, at der er en ret stor spredning på punkterne. Man kan imidlertid næppe vente andet, når man tager i betragtning, at forventningerne med hensyn til den fremtidige renteutvikling også kan have spillet en rolle med hensyn til rentedannelsen for disse papirer. For at undersøge, hvilken rolle dette kan have spillet, har jeg opdelt materialet i to perioder. Under den ene periode (i diagrammet angivet med krydser) er medtaget årene 1941 og 1942 samt året 1948. I disse tre år har der nok været tale om en vis forventning om stigende rente i fremtiden, men det må antages — hvilket også synes at fremgå af fig. 1 — at denne forventning har været mindre udpræget end den forventning om stigende rente, som var til stede i perioden 1943—47. Denne forskel i forventningerne må sikkert forklares ved, at den meget kraftige stramning af pengebindingsloven i sommeren 1943 har

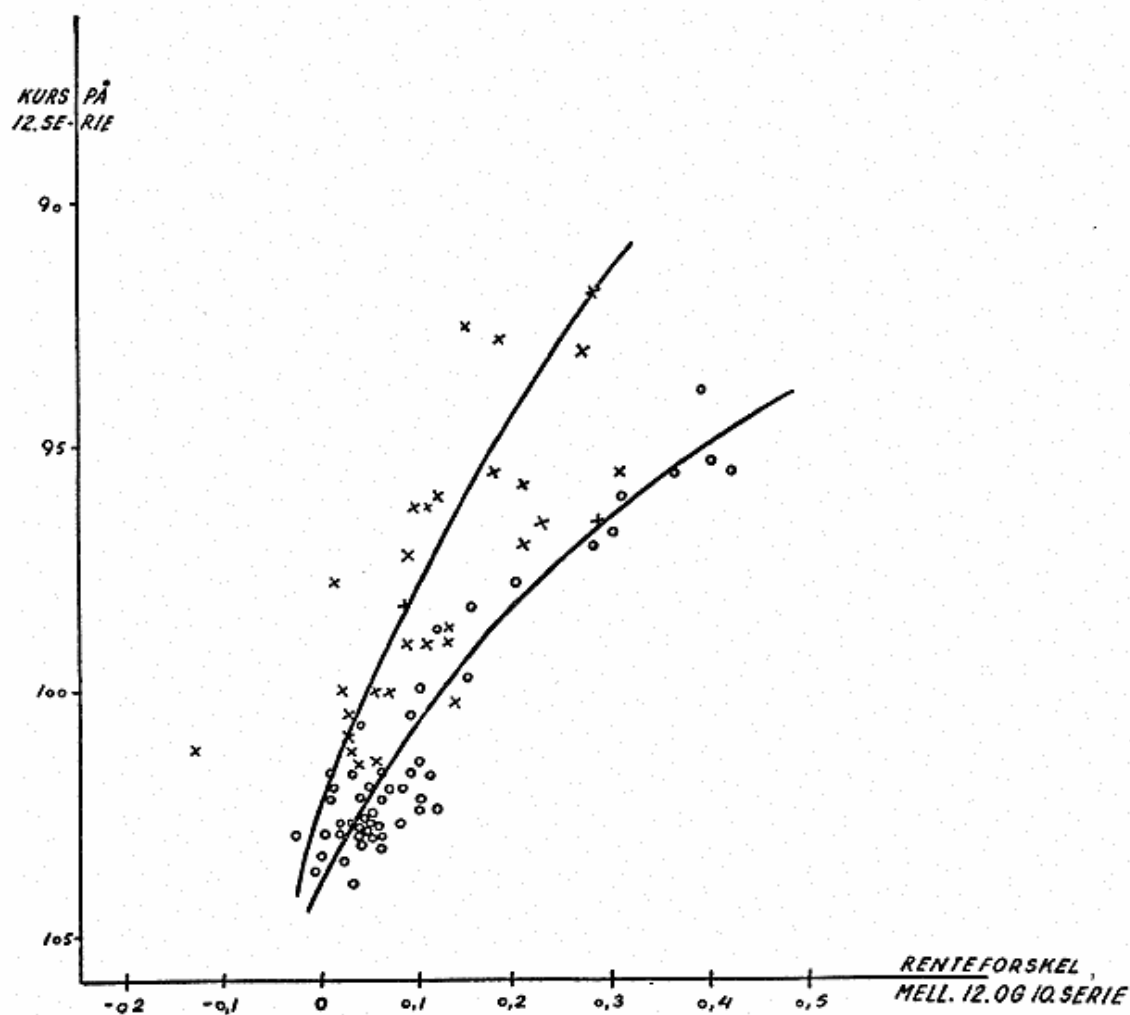


Fig. 2.



givet både bankerne og borgerne et meget bestemt indtryk af, at man fra regeringens og nationalbankens side ville tilstræbe en rentestigning efter krigens afslutning. Efter den rentestigning, der skete i slutningen af 1947, har man sikkert i visse kredse været mere usikre med hensyn til den fremtidige renteutvikling. Perioden 1943—47 er i diagrammet angivet med boller. Når man på denne måde har spaltet materialet op, synes der at fremkomme to forskellige kurver, som har samme form, men forskellig beliggenhed. I perioden 1943—47 synes samme kurs på 12. serie at have været korelleret med en større forskel i renten på 12. og 10. serie end i perioden 1941—42 og 1948. Dette stemmer imidlertid umiddelbart med teorien, idet den stærkere forventning om stigende rente i midterperioden netop skulle føre til en faldende tendens for renten på de kortere papirer.

Denne korte analyse af kursudviklingen under og efter krigen synes således for Østifternes Kreditforenings vedkommende at give til resultat, at for et vist område af obligationsmaterialet, nemlig for de korteste papirers vedkommende i forhold til de mellemlange papirer er det især forventningerne med hensyn til det fremtidige renteniveau, der spiller en rolle. For visse andre papirers vedkommende — her tænkes på forholdet mellem mellemlange og lange papirer — synes derimod overvurderingen af udtrækningschancen at spille en dominerende rolle. Der er dog i begge tilfælde sikkert kun tale om, at den ene eller den anden faktor er dominerende. Man kan næppe tale om, at forskellen mellem 8. og 10. serie alene giver udtryk for forventningerne. Dette er meget vigtigt at fastholde, thi hvis det er rigtigt, at både overvurderingen af udtrækningschancerne og forventningerne med hensyn til det fremtidige renteniveau spiller en rolle, så er hermed påvist, at forudsætningerne for at beregne forventningerne om det fremtidige renteniveau på grundlag af to obligationskurser ikke er til stede<sup>1)</sup>. Et vist indtryk af forventningerne kan man nok få, men man må samtidig ved valget af de obligationsserier, man anvender til analysen af renteforventningerne, undersøge, i hvor høj grad der er tale om en forskel af den ene eller af den anden art mellem de to obligationstyper. Det kan i denne forbindelse være af værdi at mærke sig, at det ikke synes at være den absolutte restløbetid for de forskellige obligationsserier, der er afgørende for, om obligationsserien kan anvendes til beregning af fremtidige renteforventninger. Igennem hele den betragtede periode har de fire serier øjensynlig bevaret deres stilling i rentestrukturen, således at det indbyrdes forhold mellem de effektive renter har været påvirket af de samme faktorer gennem hele perioden, til trods for at restløbetiden dog i periodens løb er forkortet med 9 år. Dette synes at kunne forklares på følgende måde. Når man spekulerer i den fremtidige renteutvikling, væl-

<sup>1)</sup> Jfr. Uldahl Hansens artikel i *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1948 s. 50.

ger man så vidt muligt visse bestemte papirer med en kort restløbetid, og hvilke papirer, der på den måde bliver pengemarkedets papirer, vil komme til at afhænge af, hvad markedet rummer af korte papirer. Hvis en obligationsserie er »den korteste«, vil den komme til at gå som pengemarkedspapir, uanset om dens restløbetid er 8 eller 17 år, medens en 15-årig eller 10-årig obligation i visse tilfælde ikke vil blive valgt som pengemarkedspapir, nemlig hvis der findes andre og bedre egnede papirer. Det synes i den forbindelse at spille en vis rolle, at bankerne har særlig forkærlighed for bestemte kreditforeningers papirer. Endvidere synes det også at spille en vis rolle, at bankerne kun vælger som pengemarkedspapirer serier, som er af en vis størrelse, og som altså i almindelighed findes på markedet. På samme måde er sparernes efterspørgsel efter papirer af den mellem-lange type tilsyneladende også bestemt af, hvad markedet rummer af disse typer i forhold til efterspørgselen af papirer. Man synes bedst at kunne forklare udviklingen, bl. a. den kendsgerning, at der er ret stor forskel i den effektive rente på 10. og 12. serie, for hvilke serier der næsten ikke er nogen forskel i restløbetiden, på den måde, at borgerne også har visse favoritpapirer, og at de tager obligationsmarkedet — om jeg så må sige — fra den korte ende.

I den her foretagne analyse har jeg som nævnt udelukkende benyttet Østifternes Kreditforenings 4 pct.s obligationer. Som kontrol har jeg imidlertid for forskellige andre kreditforeningers vedkommende — hovedsagelig kreditforeninger, hvor man kan finde serier med passende forskel i restløbetiden — undersøgt rentestrukturen pr. 1/3 1943 og pr. 1/12 1943. Denne undersøgelse viste for det første, at der også i disse kreditforeninger synes at være forskellige renteniveauer alt efter restløbetiden, og for det andet at der mellem disse forskellige niveauer syntes at være bevægelser af lignende art som de bevægelser, der er analyseret ovenfor. Der findes øjensynlig kreditforeninger, som ikke har alle tre niveauer. Enkelte kreditforeninger har kun lange og mellemlange papirer, men undersøgelsen synes dog at vise, at man kan regne med den her analyserede rentestrukturrelle opbygning som en almindelig hovedregel.

Til slut skal jeg kort resumere resultatet af analysen i følgende punkter:

1) Der findes ikke noget almindeligt renteniveau. Renten for de forskellige obligationstyper (og man må sikkert i det hele taget sige renten for de forskellige investeringsobjekter) har selvstændige bevægelser. Man kan derfor næppe med rimelighed anvende et almindeligt renteindeks. Man kan tale om renteniveauet for forskellige formål, f. eks. om renteniveauet for låntagere eller renteniveauet for pengemarkedet eller om renteniveauet for den långiver, som søger placering i mellemlange papirer.

2) Forskellen mellem de enkelte renteniveauer kan ikke alene forkla-

res ved spekulationsmotivet eller i det hele taget ved de tre motiver, som Keynes arbejder med. Man må i hvert fald medtage det fjerde motiv, som jeg her har anvendt i analysen, og man kan ikke udtage enkelte obligationsserier og sige, at forholdet mellem disse obligationsseriers rente er et rent udtryk for renteforventningerne.

3) Disse forskellige renteniveaues eksistens er et vidnesbyrd om, at man faktisk ikke kan forklare rentedannelsen uden en institutionalistisk renteteori, som foretager opspaltning både på efterspørgsels- og udbudssiden. De tre forskellige renteniveauer kan ikke alene forklares ved, at der indføres et nyt motiv for relativ likviditetspræference. Forklaringen må yderligere suppleres med den kendsgerning, at de forskellige motiver gør sig gældende med forskellig styrke og på forskellig måde hos de enkelte efterspørgende grupper.

4) Endelig har denne analyse været begrænset til obligationsmarkedet. Resultaterne synes imidlertid at pege frem imod, at man må medtage samtlige kreditformer i analysen for at få en tilfredsstillende besvarelse af spørgsmålet. Hvad der her er sket, har således kun været en partiel analyse analog med analysen af prisdannelsen for enkelte varer under de almindelige *ceteris paribus* forudsætninger. Der er derfor, som jeg startede med at sige, rige muligheder for yderligere at berige vor rentepolitiske viden ved en fortsat og mere gennemgribende analyse af pengemarkedet under og efter krigen.

### SOCIALØKONOMISK SAMFUNDS PRISOPGAVER

I anledning af 50-års jubilæet den 29. november 1949 har Socialøkonomisk Samfund udskrevet følgende prisopgaver:

1. En undersøgelse og vurdering af de mulige virkninger på Danmarks erhvervsliv på kort og langt sigt af en liberalisering af den internationale handel.
2. En undersøgelse og vurdering af i hvilket omfang det danske skattesystem kan tænkes at virke hæmmende på den økonomiske aktivitet.
3. En undersøgelse og vurdering af rentepolitikens effektivitet over for det danske erhvervsliv.

Adgangen til besvarelse af prisopgaverne står åben for alle, for cand. politter og cand. eoconer dog kun for såvidt de ikke har taget eksamen tidligere end januar 1939. Blandt egnede besvarelser vil den bedste blive belønnet med 1000 kr. Bedømmelseskomitéen, hvis sammensætning senere vil blive offentliggjort, forbeholder sig eventuelt at dele beløbet mellem to besvarelser, der måtte findes at være lige værdifulde.

Besvarelser, der ikke må fylde mere end 25 maskinskrevne sider à 3000 typeenheder, indsendes mærket og med lukket navnekuvert til Socialøkonomisk Samfund inden den 29. november 1950.

Beløbet er stillet til rådighed af dagbladet »Politiken«.