

PENGEPOLITISK NYORIENTERING¹⁾

AF ERIK HOFFMEYER

I DE seneste år er det blevet almindeligt at tale om en pengepolitisk nyorientering eller renaissance. De billige penges politik har siden 30'erne været et dominerende islæt i den økonomiske politik især i de nordeuropæiske og nordamerikanske lande, der er de ledende i økonomisk henseende; men siden Koreakrigen har det ene efter det andet af disse lande opgivet den lave rente, fordi den private sektors likviditet skulle holdes så høj, at det var åbenbart, at stabiliteten i betalingsstrømmen kom i fare. Den ortodoxe pengepolitik, der hele tiden havde været benyttet f. eks. i visse syd-europæiske lande, er nu kommet til ære og værdighed igen. Modtagelsen har dog været meget blandet; nogle hævder, at dens fortid er så blakket (den blev brugt for sent og slog for hårdt), at den bør mødes med den største skepsis, mens andre mener, at man kun med bistand af pengepolitikken kan opnå at stabilisere pris- og indkomstniveau, medmindre man vil ty til detaillerede direkte indgreb i produktion og omsætning.

Af skelsættende betydning i nyere pengepolitisk historie var det, at U.S.A. i marts 1951 opgav fastlåsnings («pegging») af kurserne på lange unionspapirer, hvilket havde medført, at den lange rente ikke kunne stige over

¹⁾ *Anvendt litteratur især:*

Arvidson, Guy: Kreditpolitikken och utvecklingen på kreditmarknaden (Konjunkturläget, Høsten 1952, kap. 5).

Bank Reserves: Some Major Factors Affecting Them, Federal Reserve Bank of New York, marts 1951.

Bramsnæs, C. V.: Centralbankerne og staten (Ax. Nielsen til Minde, Nationaløkonomisk Forening 1951 p. 34).

Browaldh, E.: Konjunkturläget och kreditrestriktionerne (Index nr. 1. 1952).

Bulletin of the Oxford University, Institute of Statistics vol. 14 nr. 4, 5 og 8, april, maj og august 1952.

Cobbold, C. F.: Tale ved banket i City, ref. *Financial Times* 8/9 1952.

Dahmén, E.: Banklikviditet och Kreditmarknad, *Ökonomisk Tidskrift* nr. 3, sept. 1952.

Federal Reserve Policy. (Bopp, Rosa, Parry, Thomas og Young). *Postwar Economic Studies* no. 8, november 1947.

Goldenweiser, E. A.: *American Monetary Policy*, McGraw-Hill, New York 1951.

Kock, M. H. De: Recent Developments in Central Banking and Monetary Policy (*South African Bankers' Journal*, marts 1952).

Kungl. Maj:ts proposition nr. 221, 1951 (forslag til lov om renteregulering).

P. Nyboe Andersen m. fl.: *Laanerenten*. København 1947.

Monetary Policy and the Management of the Public Debt: Hearings. (United States Government Printing Office 1952).

PENGEPOLITISK NYORIENTERING¹⁾

AF ERIK HOFFMEYER

I DE seneste år er det blevet almindeligt at tale om en pengepolitisk nyorientering eller renaissance. De billige penges politik har siden 30'erne været et dominerende islæt i den økonomiske politik især i de nordeuropæiske og nordamerikanske lande, der er de ledende i økonomisk henseende; men siden Koreakrigen har det ene efter det andet af disse lande opgivet den lave rente, fordi den private sektors likviditet skulle holdes så høj, at det var åbenbart, at stabiliteten i betalingsstrømmen kom i fare. Den ortodoxe pengepolitik, der hele tiden havde været benyttet f. eks. i visse syd-europæiske lande, er nu kommet til ære og værdighed igen. Modtagelsen har dog været meget blandet; nogle hævder, at dens fortid er så blakket (den blev brugt for sent og slog for hårdt), at den bør mødes med den største skepsis, mens andre mener, at man kun med bistand af pengepolitikken kan opnå at stabilisere pris- og indkomstniveau, medmindre man vil ty til detaillerede direkte indgreb i produktion og omsætning.

Af skelsættende betydning i nyere pengepolitisk historie var det, at U.S.A. i marts 1951 opgav fastlåsnings («pegging») af kurserne på lange unionspapirer, hvilket havde medført, at den lange rente ikke kunne stige over

¹⁾ *Anvendt litteratur især:*

Arvidson, Guy: Kreditpolitikken och utvecklingen på kreditmarknaden (Konjunkturläget, Høsten 1952, kap. 5).

Bank Reserves: Some Major Factors Affecting Them, Federal Reserve Bank of New York, marts 1951.

Bramsnæs, C. V.: Centralbankerne og staten (Ax. Nielsen til Minde, Nationaløkonomisk Forening 1951 p. 34).

Browaldh, E.: Konjunkturläget och kreditrestriktionerne (Index nr. 1. 1952).

Bulletin of the Oxford University, Institute of Statistics vol. 14 nr. 4, 5 og 8, april, maj og august 1952.

Cobbold, C. F.: Tale ved banket i City, ref. *Financial Times* 8/9 1952.

Dahmén, E.: Banklikviditet och Kreditmarknad, *Ökonomisk Tidskrift* nr. 3, sept. 1952.

Federal Reserve Policy. (Bopp, Rosa, Parry, Thomas og Young). *Postwar Economic Studies* no. 8, november 1947.

Goldenweiser, E. A.: *American Monetary Policy*, McGraw-Hill, New York 1951.

Kock, M. H. De: Recent Developments in Central Banking and Monetary Policy (*South African Bankers' Journal*, marts 1952).

Kungl. Maj:ts proposition nr. 221, 1951 (forslag til lov om renteregulering).

P. Nyboe Andersen m. fl.: *Laanerenten*. København 1947.

Monetary Policy and the Management of the Public Debt: Hearings. (United States Government Printing Office 1952).

2½ %, og at lange papirer var ligeså likvide som rede penge. Den 4. marts blev der udsendt en kortfattet meddelelse fra den amerikanske finansminister (Snyder) og chefen for Board of Governors of the Federal Reserve System (McCabe) med følgende ordlyd:

The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt-management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt.«

Omslaget virkede meget voldsomt, fordi det var afslutningen på en langvarig og pinlig strid mellem Treasury og Federal Reserve.

Forliget fik en anden og fra et teoretisk synspunkt måske vigtigere følge, idet kongresmedlem Patman begærede en større undersøgelse under påskud af, at »accord«en ikke fungerede tilfredsstillende. Der blev nedsat en komité med Patman som formand. Først udsendte man en lang række spørgsmål til finansministeriet, Federal Reserve og mange andre institutioner og personer. Hver gruppe fik specielle spørgsmål, og svarene blev samlet og udgivet under titlen »Monetary Policy and the Management of the Public Debt: Replies to Questions...« (ofte kaldet »Compendium«) et værk på godt 1300 tæt trykte sider. På dette grundlag fandt så den egentlige høring sted i marts 1952, som blev udgivet under titlen »Hearings Before the Subcommittee on General Credit Control and Debt Management« (ofte kaldet »Hearings«) — en bog på knap 1000 sider. Endelig afgaves en rapport under titlen »Monetary Policy and the Management of the Public Debt — Report« (ofte kaldet »Report«) på 80 sider. Dette materiale, der går under navnet Patman-rapporten, er så righoldigt og af en så bemærkelsesværdig kvalitet, at det næppe er nogen overdrivelse, når Patman i forordet til »Compendium« siger: »Taken as a whole, this compendium constitutes

— Replies to Questions and other Material, Part I og II (do. 1952).

— Report of the Subcommittee (do. 1952).

Money, Trade and Economic Growth. In Honor of J. H. Williams, sec. 3. Monetary Theory and Central Banking (Mac Millan, New York 1951).

Pedersen, Jørgen og Sørensen, C. E.: Hvorledes reagerer bankerne, (Nat.økon. Tidsskrift 1950, 3.—4. hæfte, p. 93).

Retningslinier for penge- og kreditpolitikken. Stortingsmelding nr. 75, 1952.

Rooth, Ivar: Statsupplåningen och räntepolitiken 1948—50, Ekonomisk Revy, häfte 1, februar 1950.

The Controversy over Monetary Policy, (Harris, Chandler, Friedman, Alvin Hansen, Lerner, Tobin). The Review of Econ. and Stat., august 1951.

Akerman, S. J.: Aktuell svensk penning- och finanspolitik (Økon. og Pol. 25. årg. Nr. 4, okt.—dec. 1951).

Endvidere centralbankernes årsberetninger, The Economist, The Banker, The Bankers' Magazine, Federal Reserve Bulletin, Monthly Letters on Economic Conditions (The National City Bank of New York), Skandinaviska Banken m. v.

in my judgement by far the best source-book of materials on general credit control and debt management which has been assembled in our generation«. Af sin modstander senator Douglas har Patman, der oprindeligt var modstander af forliget, fået stor anerkendelse for den objektive og forbilledlige måde, undersøgelsen er ledet på.

Hensigten med denne artikel er dels at henlede opmærksomheden på dette materiale, der allerede af flere skribenter er sammenlignet med Bullion rapporten, dels at diskutere nogle af de vigtigste problemer i forbindelse med pengepolitikens formål, teknik og effektivitet — især i en inflationsperiode. For at give problemerne perspektiv skal der først foretages en gennemgang af hovedtrækkene i den pengepolitiske udvikling siden 1945 i 4 lande: U.S.A., England, Sverige og Danmark med særlig vægt på perioden siden Koreakrigens udbrud i juni 1950.

I. Udviklingen i U.S.A., England, Sverige og Danmark.

U.S.A. Den anden verdenskrig førte til en enorm stigning i unionsgælden fra ca. 40 milliarder \$ i slutningen af 30'erne til knap 250 milliarder ved krigens slutning og udgjorde nu ca. halvdelen af al gæld i U.S.A. Til sammenligning kan tjene, at nationalindkomsten i 1945 udgjorde ca. 180 milliarder \$, mens den i slutningen af 30'erne havde udgjort ca. 70 milliarder. Ydermere havde omkring $\frac{4}{5}$ af gælden en løbetid på mindre end 5 år. Der var enighed mellem finansministeriet og centralbanksystemet om, at markedet ikke måtte udsættes for rystelser, så publikum mistede tilliden til statspapirer. På den anden side var Federal Reserve ikke begejstret for at skulle etablere faste kurser på alle obligationstyper, således at det blev markedet, der bestemte, om unionsgælden skulle monetiseres og tjene som basis for en kreditexpansion via bankerne. Til at begynde med lykkedes det Federal Reserve trods Treasurys modstand at ophæve en præferencesats på $\frac{1}{2}$ % for lån på korte statspapirer (1946), og året efter var der enighed om at ophøre med at købe treasury bills til en fast rente af $\frac{3}{8}$ %, ligesom man standsede støtten af $\frac{7}{8}$ % på de noget længere »certificates«. De korte rentesatser blev således løst og steg en del i de følgende år, hvilket førte til, at bankerne købte flere af de korte papirer.

I hovedsagen betjente man sig dog af andre midler til bekæmpelse af inflationen i perioden 1945—48. I første række må nævnes reservebestemmelserne, hvorefter Federal Reserve Board fastsætter bestemte procentsatser for forholdet mellem medlemsbankernes indeståender i Federal Reserve bankerne og deres anfordringsforpligtelser respektive indskud på tid. Som bekendt er det en frivillig sag, om en bank vil være medlem af Federal Reserve systemet, hvilket i nogen grad svækker anvendeligheden af dette middel. Ydermere blev den lange rente helt op til marts 1951 stort set holdt fast, hvorfor bankerne uden kurstab blot kunne sælge lange statspapirer

eller lade de korte løbe ud for at få reserver til imødekommelse af forpligtelserne. En forhøjelse blev gennemført i 1948, men procentsatserne blev sat ned igen året efter. I 1948 blev den såkaldte regulation W genindført, hvorefter Federal Reserve Board fastsætter nærmere regler for minimums-udbetaling og maximal løbetid på lån til køb af varige forbrugsgoder (biler, køleskabe etc.). Forbruger kreditten er meget omfattende i U.S.A. og ved reglerne fik man lagt en vis dæmper på omkring 70 % af al afbetalingshandel, men disse blev dog lempet stærkt, da tilbageslaget i den økonomiske aktivitet indtraf omkring årsskiftet 1948—49. Et andet selektivt middel blev også taget i anvendelse — det drejer sig om regulation T og U, hvorefter Federal Reserve Board fastsætter regler for marginkravene for lån på børs papirer ydet af vexellerere og banker. I løbet af 1945 var satsen kommet op på 100 %, men blev i 1947 sat ned til 75 % og i 1949 til 50 %.

Selvom Federal Reserve havde løst de korte rentesatser, følte man sig dog forpligtet til til tider meget omfattende støttekøb især i perioder, hvor finansministeren skulle gennemføre større konverteringer. Der har givet været ønsker hos Federal Reserve om at lade de korte rentesatser stige yderligere for at lade markedet finde sit eget leje, men der synes ikke at have været noget ønske om at gå i lag med en forhøjelse af renten på de lange papirer. I slutningen af 1949 og første halvdel af 1950 tilspidsedes konflikten mellem Treasury og Federal Reserve. Kurserne blev ikke støttet med samme præcision som tidligere — der blev endog solgt for at presse kursen, især når en konvertering nærmede sig. Som modtræk bekendtgjorde Treasury nu betingelserne for nye lån påfaldende lang tid før tegningen og for at undgå åben strid måtte kurserne holdes i ro indtil konverteringen var sket. En af vexellererne siger herom, at »(investors) admired the way in which both the Treasury and the Federal stuck to their guns, but they were getting tired of being »in the middle«.

Efter Koreakrigens udbrud måtte der være enighed om oprustningens finansiering, og Federal Reserve gik ind på at vente noget med en renteforhøjelse, men den 18. august 1951 forhøjedes diskontoen fra 1½ % til 1¾ %, hvilket meddeltes finansminister Snyder, der svarede, at til en fuldbyrdet handling havde han ingen kommentarer. Det egentlig svar kom dog et par timer senere, da Snyder bekendtgjorde, at betingelserne for konverteringerne i september/oktober (13 milliarder \$) uforandret skulle være 1¼ % for 1 års papirer. Dette betød jo, at diskontoforhøjelsen ikke anerkendtes. De følgende konverteringer mødte meget ringe succes, hvorfor Federal Reserve måtte aftage størsteparten af beløbene. Hertil bidrog sikkert at man nu var blevet dristigere og lod kurserne falde med brøkdele af et point samme dag som betingelserne for en konvertering blev offentliggjort. Det ser ud til, at Snyder med rette mente, at Federal Reserve på denne måde lod markedet forstå, at renten ville gå i vejret. På den anden

side vil man fra Federal Reserve hævde, at man blot »was playing the pattern of rates« med det formål at skabe størst mulig usikkerhed indenfor en i store træk fastlagt lang rente. Denne usikkerhed skulle forhindre, at obligationsejere aflæssede store partier af deres porteføljer af statspapirer og gik over i mere risikable, men højere forrentede udlån. En anden metode til at fremkalde en sådan usikkerhed var formen for støtten. I visse perioder købte Federal Reserve uden vrøvl af nogen art alt, hvad markedet ville afsætte, hvorefter man pludselig blev besværlig og ville have alle mulige oplysninger hos vekslererne om sælgernes forhold.

Sideløbende med denne taktik rettede Federal Reserve mange indtrængende henvendelser til både præsident og finansminister om den alvorlige fare, kreditexpansionen betød. I januar 1951 gennemførtes en forhøjelse af reservebestemmelserne, der nu kom op på det legale maximum; formålet var at standse den explosive stigning i bankernes udlån, der fandt sted i efteråret 1950 — forretningsbankernes udlån var således steget fra knap 45 milliarder \$ ved udgangen af juni 1950 til godt 52 milliarder ved udgangen af december 1950 eller en stigning på ca. $\frac{1}{6}$. Samtidig satte en ny salgsbølge af statspapirer ind, og stillingen mellem Treasury og Federal Reserve tilspidsedes yderligere. Det endte med et møde mellem præsident Truman og Federal Open Market Committee, der leder Federal Reserves børspolitik. Truman erklærede, at han kun var interesseret i, at tilliden til unionsgælden blev opretholdt. Han erindrede fra første verdenskrig, at han havde købt Liberty bonds for en del af sin soldaterløn, og da han vendte tilbage fra Frankrig og skulle sælge disse obligationer og købe civile fornødenheder, fik han kun 80 % for et papir han oprindeligt havde givet 100 for, og senere hen gik de op i 125. Sådan noget burde ikke ske.

Mødet klarede ikke linierne, men da der måtte købes stadig større summer lange statspapirer endte det med, at man satte Treasury stolen for døren og forlangte omgående forhandling om en holdbar ordning. Efter flere ugers arbejde nåede man så frem til »accord«en af 3. marts 1951 (bekendtgjort den 4.). Man vil ikke hævde, at det var en sejr for Federal Reserve, for der kan ikke herske krig mellem regering og centralbank. Det udtrykkes på den måde, at i koordineringen af statens politik mod inflationen sejrede centralbankens argumenter. På den anden side kommer det frem, at overenskomsten har bevirket et helt andet syn på Federal Reserve hos finansministeren. Nu er det ligeberettigede partnere, mens man tidligere havde fornemmelsen af, at Federal Reserve blev betragtet som en flok specialister, der blev tilkaldt, når en ny emission var under forberedelse, og når de havde givet deres råd, blev der sagt: »Thank you, gentlemen; we will let you know what we are going to do when we get ready«. At der har været tale om en meget ubehagelig strid mellem Snyder og Federal Reserve fremgår dog alene af den kendsgerning, at McCabe meget kort tid efter trak

sig tilbage, og det hedder ligefrem, at det lå i sagens natur, at det måtte blive følgen. Han blev erstattet med en embedsmand fra finansministeriet Martin, der nyder stor tillid i begge lejre.

Den afgørende ændring, der indtraf i amerikansk pengepolitik i marts 1951, bestod i, at det atter blev den væsentligste opgave for Federal Reserve ikke at holde renten nede, men at kontrollere den samlede pengemængde. Pengepolitikken var ikke mere underordnet statsgælden. Denne udvikling havde dog næppe været mulig, medmindre kongressen og offentligheden stærkt havde støttet Federal Reserve.

»Accord«en førte ikke til nogen voldsom salgsbølge af obligationer, men en behersket kursnedgang, og fra de fleste sider er der enighed om, at ændringen i pengepolitikken var en betydende årsag til den stabilitet, der i den efterfølgende tid kom til at præge både bankernes udlån og prisniveauet. Et vigtigt moment var dog også, at Federal Reserve i begyndelsen af marts lancerede det såkaldte Voluntary Credit Restraint Program, hvor man fik forretningsbankerne, investeringsbankerne og forsikringselskaberne til at gå aktivt ind for en frivillig kreditbegrænsning. Der blev opstillet generelle linier for de principper, kreditinstitutterne burde følge i deres udlånspolitik: Lån burde ydes til forsvarsformål, nødvendig drift etc., men ikke til forbrugs-, spekulations- og anlægsformål. Prioritetsrækken var langt mere specificeret end her nævnt, og der blev nedsat lokale komiteer, der skulle behandle låneandragender, som blev forelagt af de lokale kreditinstitutter, disse var imidlertid ikke tvunget til at følge henstillingerne. Programmet blev suspenderet i maj 1952. Der var almindelig enighed om, at det havde virket efter hensigten, men der er næppe tvivl om, at succesen i betydelig grad var afhængig af den nye politik efter »accord«en.

For at afslutte beskrivelsen af den amerikanske pengepolitik er det nødvendigt endnu at nævne, at man også efter Koreakrigen skærpede regulation W. Reglerne blev senere lempet igen og helt afskaffet i foråret 1952. Endvidere forhøjedes i januar 1951 marginkravene for lån på børspapirer fra 50 til 75 %. En nyskabelse indenfor den selektive kreditstramning var regulation X, der drejede sig om prioritering af nybyggeri. Reglerne blev gennemført i oktober 1950 og bestod i, at lån ikke kunne sikres ved pant i fast ejendom udover en vis procent af værdien, ligesom der fastsattes maximal løbetid for lånene og visse krav til amortisationsplanen. Reglerne blev skærpet i januar og februar 1951 og suspenderet i september 1952. Til at begynde med var det vanskeligt at se noget resultat af dette indgreb, da tilsagn, der var givet, før regulation X trådte i kraft, ikke omfattedes af bestemmelserne. Senerehen indtraf der dog en nedgang i byggeriet, men hvad der var årsag hertil er svært at afgøre.

Karakteristisk for pengepolitikken i U.S.A. har været følgende træk: Arven fra krigen var pengeligelighed og en meget stor unionsgæld, der

bestod af mange forskellige typer af papirer tilpasset efter de forskellige grupperes behov. Det var finansministerens opgave at holde styr på hele denne statsgæld, hvoraf årligt 50 milliarder \$ skulle konverteres, og han ønskede for det første at holde omkostningerne til gældens forrentning nede og for det andet og måske vigtigste at undgå store omvæltninger i materialets placering. Ministerens krav måtte være stabile kurser til støtte for lav rente og tillid til unionens kredit. På den anden side var der mange obligationsejere, som havde købt under krigen dels af mangel på andre placeringsmuligheder, dels af patriotiske motiver. En del af disse — navnlig forsikringsselskaberne — ønskede at normalisere sammensætningen af deres aktiver efter krigen ρ : øge udlån til byggeri og erhvervslivet og mindske beholdningen af unionspapirer. I prisstigningsperioder var der tendens til at forstærke denne bevægelse, fordi renten for placeringer hos private steg, mens renten på unionens gæld blev holdt nede. Det var især forsikringsselskaber, men også forretningsbanker og investeringsbanker, derimod ikke sparekasser, der netto solgte statspapirer. På den tredje fløj stod så Federal Reserve systemet, der ligesåvel som Treasury ønskede, at placeringen af unionsgælden skulle ligge nogenlunde fast, men som mente, at dette bedst kunne opnås ved en forhøjelse af rentesatserne, hvilket ville dæmpe tilskyndelsen til omplaceringer. Det må dog i sandhedens interesse fastholdes, at også Federal Reserve var meget usikker overfor virkningen af renteændringer på lange papirer — således var det helt frem til februar 1951 altid kun den korte rente, man ville have sat i vejret, og her betyder renteændringer så lidt for kursen, at der næppe vil indtræde et »selling rush«, selvom markedet venter fortsat rentestigning. Først i foråret 1951 vovede man at røre ved stabiliteten i den lange rente, og den frygtede salgshølge udeblev.

Sideløbende med udviklingen i den generelle pengepolitik og reservebestemmelserne benyttede man sig i stærkt varierende grad af selektive midler, idet man satte ind med kreditbegrænsende foranstaltninger på strategisk vigtige områder: Afbetalingshandel, nybyggeri, børsspekulation samt prioritetsrækken i Voluntary Credit Restraint Program.

*

England. Også i England er der siden Koreakrigens udbrud sket en væsentlig ændring i vurdering og udformning af pengepolitikken. Denne omlægning har ikke som i U.S.A. ført til omfattende empiriske undersøgelser — derimod har Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics i dobbeltnummeret april—maj 1952 samt i augustnummeret samme år samlet et symposium af forskellige økonomers vurdering af den nye politik. Af navne kan nævnes: H. G. Johnson, C. Kennedy, F. W. Paish, R. F. Kahn, D. H. Robertson, J. R. Hicks, T. Balogh og R. F. Harrod.

I store træk var udviklingen i England som i U.S.A., at krigen medførte en stor pengerigelighed og en stærk forøgelse af statsgælden, der for en

meget væsentlig del var placeret i korte papirer (treasury bills). Op til efteråret 1951 var den måde man benyttede pengepolitikken på til bekæmpelse af inflationen, ret forskellig fra den amerikanske. Dette skyldtes især 3 forhold: For det første blev Bank of England nationaliseret i 1946, og ifølge lov kunne finansministeren efter forhandling med banken udstede direktiver for bankens politik. Denne beføjelse har såvidt vides ikke været anvendt, men muligheden for at kunne benytte den har utvivlsomt spillet en vis rolle. Endvidere har Bank of England efter loven ret til fuldstændig at dirigere de private bankers virksomhed, men i praksis foregår det på den måde, at banken nøjes med at videregive finansministerens retningslinier for bankernes långivning. For det andet er Englands banksystem stærkt koncentreret, idet de 11 clearing banks i London tegner sig for omkring 95 % af de private bankers samlede aktiver. Herved blev det langt lettere ved uformelle henvendelser at påvirke bankernes långivning — en sådan direkte kontakt er jo håbløs i U.S.A. med dets 14.000 private banker. For det tredje blev der i England oprettet en såkaldt Capital Issues Committee, der skulle give forudgående tilladelse til al privat emission.

En kort oversigt over udviklingen fra krigens afslutning til november 1951 kan gives på følgende måde: Under finansminister Dalton forsøgte man at presse den lange rente ned fra 3 % til $2\frac{1}{2}$ % i 1946—47. Dette førte til en meget kraftig forøgelse af likviditeten, og forsøget blev opgivet. Siden da har den lange rente både under Cripps og Gaitskell fået lov til at passe sig selv og er steget ikke ubetydeligt og var således ved udgangen af 1950 kommet op på over $3\frac{1}{2}$ %. For den korte rentes vedkommende var Bank of England altid villig til at købe treasury bills til $\frac{1}{2}$ % gennem sin »special buyer« — man kaldte det Bank of England's altid velvilligt åbne bagdør. Da bankernes beholdninger af korte statspapirer var meget betydelige, var der en latent fare for, at bankerne skulle reducere denne beholdning til fordel for udlån til erhvervslivet, der gav en betydelig højere rente.

Ved modarbejdelse af en sådan udvikling satte man sin lid til de nævnte retningslinier for bankernes udlånspolitik. Der blev udsendt opfordringer både i 1947, 1949 og i foråret 1951, der i hovedsagen gik ud på at fremme lån til eksportproduktion, produktion af varer, der erstattede import og tekniske forbedringer, mens bankerne skulle afholde sig fra at give lån til spekulative indkøb, afbetalingshandel etc. Det udtales altid fra officiel side, at denne selektive kreditkontrol (retningslinierne til bankerne og kontrol via Capital Issues Committee) har virket tilfredsstillende. Ikke desto mindre er bankernes udlån fra 1945 til 1951 blevet mere end fordoblet. I foråret 1951 rejste imidlertid både »Economist« og »The Banker« spørgsmålet, om man kunne nøjes med at støtte sig til bankernes gode vilje, eller om det ikke tværtimod var nødvendigt, at der blev ført en kraftigere generel pengepolitik.

Efter Churchill-regeringens tiltrædelse i efteråret 1951 gennemførtes følgende væsentlige ændringer: For det første hævedes diskontoen i november 1951 fra 2 % til 2½ %; satsen 2 % havde været gældende næsten uafbrudt i 19 år (bortset fra et par måneder i 1939), men efter krigen havde den ikke haft nogen betydning, da Bank of England som anført altid var villig til at købe treasury bills til ½ %. Samtidig med diskontoens forhøjelse indførtes dog en præferencesats for lån på korte statspapirer på 2 %, således at det var denne sats, der i virkeligheden blev effektiv. I denne forbindelse var det dog sikkert af større betydning, at Bank of England ophørte med at købe treasury bills til en fast rente. Herved skabtes der usikkerhed i markedet om den til enhver tid gældende politik. Det er blevet bemærket, at denne foranstaltning tvang bankerne til atter at lære deres fag. Fra Bank of Englands side har man i overensstemmelse hermed ført en meget lempelig politik og kun i enkelte tilfælde tvunget markedet »into the bank«. Det er vigtigt allerede her at bemærke, at man ligesom i U.S.A. lagde stor vægt på at skabe usikkerhed i markedet om centralbankens politik. Det næste, man foretog sig, var en fundering af ca. ⅓ af den korte statsgæld. Det drejede sig om 1 milliard pund sterling, som blev udbudt på 1, 2 og 3 år til en rente af imellem 1¼ og 1¾ %; tegningen kunne kun ske mod aflevering af treasury bills. Hensigten hermed var at berøve bankerne en del af deres beholdninger af treasury bills og erstatte dem med noget længere papirer. For clearingbankernes vedkommende benyttede man sig af, at det var en fast praksis, at de ikke ville have mindre end et beløb svarende til 30 % af indskudene anbragt i let realisable aktiver, d. v. s. kasse, checks og vekslers; obligationer regnes traditionelt ikke med under denne gruppe. Den nævnte likviditetsprocent blev ved funderingen bragt ned fra 39 % til 32 %.

Der hersker jo alle steder, ikke mindst i England, stor tillid til styrken af de engelske traditioner, og det er næppe for meget sagt, at bestræbelserne for at nedbringe likviditetsprocenten til 30 blev betragtet som den vigtigste foranstaltning mod udlånseksansionen. En undersøgelse af Edward Nevin i augustnummeret af førnævnte Bulletin viser imidlertid, at denne procentsats ingenlunde i mellemkrigstiden har vist den formodede stabilitet — især ikke når man spalter undersøgelsen op på de enkelte banker. Heller ikke forholdet mellem kasse og indskud, der traditionelt skulle ligge på 8 %, viser den formodede stabilitet. Det er muligt, at man kan bygge en ny tradition op, men der er efter Nevins undersøgelse næppe grund til at tro, at man bygger på en gammel.

Endelig gennemførte man en væsentlig skærpelse af den selektive kreditkontrol. Man må her nævne en erklæring fra ledelsen af clearingbankforeningen, der for det første fremsatte en advarsel om, at det nu blev sværere og dyrere at få lån, og for det andet bad låntagerne om at

hjælpe med til at indskrænke kreditten ved nøje at prøve, om lån i de enkelte tilfælde var strengt nødvendige. Endvidere blev der udstedt skærpede instrukser til Capital Issues Committee, og endelig blev der i februar 1952 gennemført skærpede bestemmelser for minimumsbetalinger og maksimumsløbetid for kredit til køb af varige forbrugsgoder.

Selvom man ved disse foranstaltninger til en vis grad lagde vægten på en generel stramning (forhøjelsen af det korte renteniveau, der iøvrigt også bevirkede en stigning i den lange rente), lå hovedvægten dog stadig på de selektive midler. Finansminister Butler udtalte da også den 7. november 1951 i parlamentet:

"I do not believe that in present circumstances monetary policy by itself will have decisive results, but I am sure that direct influence over the volume of credit can do much to support other measures to combat inflation. In view of the grave situation which I have disclosed we cannot afford to neglect any measures which can contribute in this direction".

Selvom bankernes udlån i perioden november 1951 til februar 1952 ikke steg, skønt man måtte regne med en sæsonmæssig stigning, forringedes valutastillingen dog i stadigt hastigere tempo. Den 11. marts forhøjedes diskontoen fra $2\frac{1}{2}$ % til 4 %. Først hermed gik man over til at lægge hovedvægten på den generelle kreditstramning, og finansminister Butler udtalte i overensstemmelse hermed:

"This rise to a comparatively high level of money rates is, I believe, in present circumstances an essential part of our campaign to fortify the currency. It will play an important part in our effort to improve our balance of payments".

Følgen af denne foranstaltning var en meget kraftig stigning i både den korte og lange rente (til henholdsvis $2\frac{1}{4}$ % og $4\frac{1}{2}$ %).

Udviklingen siden foråret 1952 har imidlertid været præget af et stort underskud på statsfinanserne, der blev dækket ved udstedelse af treasury bills, og chefen for Bank of England, C. F. Cobbold, udtalte da også ved en banket i City i oktober, at de resultater, man hidtil havde nået for den private kreditgivning, var i fare for at blive neutraliseret af de betydelige underskud på statsbudgettet.

Det kan have en vis interesse at nævne, at en af de vigtigste årsager til underskudet på statsbudgettet er støtten til boligbyggeriet, der omtales som regeringens »lame leg«, samt finansieringen af de nationaliserede industriers kapitalbehov. I efteråret 1952 var clearingbankernes likviditetsprocent atter kommet op på 38 % (takket være den nævnte forøgelse af treasury bills), og der blev nu gennemført en yderligere fundering af godt 1 milliard pund sterling, der dog ikke udelukkende behøvede at tegnes mod aflevering af treasury bills. Operationen var en succes, og clearingbankernes likviditetsprocent faldt en del, men er dog højere end 30 %.

Det må endelig tilføjes, at rentepolitikken i stor udstrækning har taget sigte på at styrke udlandets tillid til sterling, og det er formentlig også lykkedes at standse og til en vis grad redressere flugten fra sterling.

Sammenfattende kan man om den engelske pengepolitik sige, at den i langt større udstrækning end den amerikanske har bygget på selektive foranstaltninger og direkte kontakt med bankerne. Selvom dette stadig gælder, er det vigtigt at understrege, at den seneste udvikling har ført til, at man har fundet det hensigtsmæssigt atter at benytte den generelle pengepolitik til bekæmpelse af inflationen. Herved har både den korte og den lange rente måttet finde sit eget leje uden støtte fra centralbanken — en situation der ganske svarer til den amerikanske.

*

Sverige. Også for Sveriges vedkommende har krigen ført til en væsentlig stigning i likviditeten, og især i bankernes likviditet, når man tager hensyn til den ret betydelige beholdning af korte statspapirer. Den svenske pengepolitik har sikkert været stærkt præget af Myrdalkommissionen, der regnede med en depression nogen tid efter krigens afslutning. For at imødegå en sådan udvikling var det nødvendigt at stabilisere investeringerne, og dette kunne blandt andet opnås ved at fastholde en lav rente. Allerede i 1945 fastsatte man 3 % som en hensigtsmæssig sats for den lange rente, og denne forblev uændret til 1950. Allerede i 1947 kom denne politik på en hård prøve, idet Riksbanken (hvis ledelse domineres af rigsdagsrepræsentanter) måtte forøge sin beholdning af statspapirer med ca. 1 milliard kr. for at holde den lange rente nede på de 3 %. I efteråret 1947 sluttedes en overenskomst med kreditinstitutterne om tilbageholdenhed med udlån, der fra 1945 til 1947 var steget med omkring $\frac{1}{3}$. Selvom der nu indtrådte noget mere stabile forhold, mente man fra Riksbankens side, at det også i 1948 var nødvendigt at søge at dæmpe konjunkturerne, og man tillod et meget ringe kursfald på de lange obligationer — statens 3 %'s obligationer af 1945 blev således låst fast ved en kurs på $99\frac{3}{4}$. Den daværende direktør Ivar Rooth gik af i december 1948 i protest mod den forsigtige politik, og herefter steg kursen atter op til pari. Efter Korea-krigens udbrud begyndte bankernes udlån igen at stige voldsomt, og i juli 1950 ophørte Riksbankens støttekøb, og den lange rente steg langsomt i løbet af efteråret. I august indførtes kassereservereregler for de private banker, men disse var så milde, at de næppe havde nogen væsentlig betydning, hvilket hang sammen med, at man fra Riksbankens side først og fremmest ønskede at stramme kreditgivningen ved en skærpelse af aftalen fra 1947 — en sådan skærpelse fandt da også sted. Endelig forhøjedes diskontoen i december fra $2\frac{1}{2}$ % til 3 % for at bringe den i harmoni med den øvrige rentestigning.

Det var dog fremdeles myndighedernes opfattelse, at rentevåbnet ville

slå blindt og først og fremmest ramme boligbyggeriet, hvorfor man ikke ville tillade en yderligere rentestigning udover den stedfundne. Dette førte til, at man allerede i foråret 1951 måtte begynde støttekøbene igen. Som nævnt lagde Riksbanken stor vægt på den frivillige kreditaftale, og det har derfor utvivlsomt været en stor skuffelse, at den svenske bankforening i maj 1951 i en skrivelse til Riksdagens bankoutsjott fremhævede, at en stramning af långivningen fra bankernes side kun var motiveret eller overhovedet kun mulig under forudsætning af en strammere likviditetspolitik fra Riksbankens side. Da Riksbanken i august 1951 motiverede forslag til en rentelov, blev det understreget, at bankforeningen i sin skrivelse end ikke nævnte den frivillige aftale om kreditstramning. På den anden side hed det umiddelbart efter, at bankforeningens cirkulære af juni 1951, hvor medlemmernes forpligtelser i henhold til aftalen indskærpes, er et vidnesbyrd om, at foreningen til en vis grad har modificeret sit standpunkt, og det fremhæves, at cirkulæret er udsendt helt på bankforeningens eget initiativ. Det er vel værd at lægge mærke til denne lille episode, hvor det var de private banker, der tog til orde for en strammere pengepolitik.

Som nævnt anbefalede Riksbankens ledelse vedtagelse af en lov, der skulle give regeringen vidtgående bemyndigelser til efter indstilling fra Riksbanken at regulere renten ved al erhvervsmæssig kreditgivning og kreditmodtagelse. Lovforslaget gik til høring hos godt 30 institutioner og nævn, hvoraf de fleste frarådede loven blandt andet under henvisning til, at de udviklede spørgsmål, der opstår i forbindelse med kreditreguleringen, bør gøres til genstand for en grundig undersøgelse, før man træffer så drastiske forholdsregler. Finansministeren afviste ret summarisk alle indvendinger; han var af den overbevisning, at der for tiden var tendens til en »renteglidningsproces« i opadgående retning, og efter hans mening burde renten fastsættes autoritativt af statsmyndighederne og ikke overlades til spekulative elementer i markedet. Renteloven ville give en værdifuld støtte til samtidig at kunne gennemføre en stram pengepolitik og undgå en forhøjelse af renteniveauet. Det var dog ikke sikkert, at renteloven behøvede at blive benyttet — først burde man undersøge, om der ikke var mulighed for at opnå en frivillig overenskomst med kreditinstitutionerne, som sikrede en stabilisering af renteniveauet ved den ønskede højde og en effektiv stramning af udlånene. Han oplyste endvidere, at bankerne under behandlingen af lovforslaget havde taget initiativ til forhandlinger med ham om retningslinierne for en frivillig overenskomst.

I forbindelse med rentelovens vedtagelse gennemførtes et lovforslag om afgifter på bruttoinvesteringer indenfor jordbrug og industri (men ikke i boligbyggeri og lagre). Dette svarer jo i virkeligheden til en renteforhøjelse for beløb, der anvendes til investeringer.

Hvor meget frivillighed, der var i overenskomsten, får stå hen, men der blev i alle tilfælde truffet en aftale med bankerne i begyndelsen af februar

1952. Den fastsatte meget stramme likviditetskrav, der var forskellige for forskellige grupper af banker. Likviditeten defineredes som kasse, anfordringstilgodehavender i Riksbanken, checks, statspapirer og guldrandede obligationer, og der blev fastsat et forhold mellem denne størrelse og anfordringsindskudene. For det andet gennemførtes en vis binding af rentesatser, nemlig for lån mod pant i fast ejendom, lån til kommuner og lån mod sikkerhed i guldrandede papirer. For det tredje ophævedes kasse-reservereglerne. Efter at denne overenskomst var halet i land, gik man over til at træffe aftaler med sparekasser og livsforsikringsselskaber. Disse sidste drejede sig især om rentesatserne. Alle disse aftaler gjaldt for ½ år og blev uden større besvær forlænget til udgangen af 1952. I sommerens løb blev Riksbankens rediskonterings-sats gjort bevægelig. Det betød, at banker, der kom i likviditetsvanskeligheder, ikke mere kunne være sikre på at låne i Riksbanken til en bestemt rentesats. Endelig må det tilføjes, at emission af obligationer forud skulle godkendes af Riksbanken, der tilmed bestemte, på hvilket tidspunkt en emission kunne foretages.

Da Riksbanken i efteråret 1952 begyndte at indlede forhandlinger om forlængelse af de frivillige aftaler med kreditinstitutterne, viste der sig store besværligheder med hensyn til livsforsikringsselskaberne. Disse kunne få betydelig større renteindtægter ved udlån til industrien; således havde de i 1951 placeret 56 % af deres nye midler i andet end statsobligationer, lån til kommuner og nybyggeri. Procenten var i 1950 kun 24. Dette var en af forklaringerne på, at det blev stadig mere vanskeligt at få afsat kommunelån og skaffe lån til boligbyggeri til de tilladte rentesatser. Livsforsikringsselskaberne fremhævede officielt, at de var forpligtede til først og fremmest at varetage forsikringstagernes interesser, og at den hidtidige prisstigning havde ramt dem meget hårdt, så det kun ville være rimeligt at søge selskabernes indtjening forøget. Forhandlingerne gik i hårdknude, og det endte med, at regeringen truede med at fremsætte et lovforslag om kontrol med livsforsikringsselskabernes placeringer. Herefter lykkedes det at få en aftale i stand med en stor del af forsikringsselskaberne, og resultatet erklæredes at være tilfredsstillende, selvom Riksbankens chef, Lemne, var meget utilfreds med forsikringsselskabernes fremgangsmåde under forhandlingerne. Da man havde opnået enighed, opgav man at fremsætte nævnte lovforslag, og senere er aftalerne med de øvrige kreditinstitutter blevet forlænget og løber nu til udgangen af 1953.

Det har været karakteristisk for svensk pengepolitik, at man fortrinsvis har villet bygge på frivillige aftaler og undgå, at en likviditetsstramning skulle føre til en renteforhøjelse. Det er værd at lægge mærke til, at man inddrager stadig flere institutioner for at gøre sådanne aftaler effektive, og man taler i Sverige ofte om tendenser til udvikling af et gråt kreditmarked; samtidig er der kø i Riksbanken for emissioner. Det er ligeledes

interessant at lægge mærke til, at man stadig fra bankside fremhæver, at det er uhørt vanskeligt at stramme udlånene, når den fornødne likviditet er til stede. Således udtalte direktør Browaldh, Svenska Handelsbanken, så sent som marts 1952: »Och om det skulle visa sig, att trots all förståelse och god vilja från kreditinstitutens och det kredittagande näringslivets sida i praktiken blir omöjligt att utan alltför stor olägenheter nå det åsyftade resultatet på den vägen, ja, då får man väl hoppas, att de politiska instanserna skall företa en allvarlig omprövning av sin inställning till den penningpolitiska målsättningen och medlen för dess genomförande, under bättre beaktande av näringslivets synpunkter än som hittills skett«.

*

Danmark. For Danmarks vedkommende medførte den anden verdenskrig ligeledes en meget stærk stigning i likviditeten, først og fremmest på grund af tyskernes træk på nationalbanken, der ialt androg ca. 7½ milliard kr. Ved foranstaltninger mod pengereguleringen, der blev sat i værk allerede under krigen, lykkedes det dog på den ene eller anden måde at binde knap 5 milliarder af dette beløb. Pengepolitikken efter krigen har først og fremmest koncentreret sig om nedbringelse af statens reguleringskonto i nationalbanken, hvor man havde samlet hele tyskergælden. Det fremhæves ofte i nationalbankens årsberetninger, at der både hos rigsdagen og i befolkningen har været en god forståelse af, at der måtte foretages en dybtgående pengesaning. Der er sikkert ikke tvivl om, at denne forståelse i stor udstrækning skyldes det faktum, at man har haft reguleringskontoen stående, som klart viste, hvilket beløb der var udpumpet under krigen. I store træk er pengepolitikken gået ud på, at man lidt efter lidt har opgivet bindingen af de nævnte 5 milliarder, men samtidig ad andre veje opsuget tilsvarende beløb. Bindingen bestod som bekendt i ekstraordinære kassereserver for banker og sparekasser (ult. 1945 ca. 2200 mill. kr.) og indbetaling i nationalbanken af provenuet af korte statspapirer — op til 10 år (ca. 2 milliarder kr.) og andre mindre poster.

Pengesaningens blev dog gennemført såvidt lemfældigt, at der var mulighed for en kraftig ekspansion af bankernes udlån, der fra slutningen af 1945 til slutningen af 1947 var steget fra godt 1800 mill. kr. til godt 3200 mill. kr. eller med knap 80 %, og i slutningen af 1947 rettede nationalbanken en henvendelse til banker og sparekasser om at vise tilbageholdenhed med hensyn til udlån, idet man dog understregede, at det var vigtigt at give kredit til eksportproduktion og importbesparende produktion. Allerede i 1948 følte en vis stramning på pengemarkedet, hvilket dog ifølge nationalbankens årsberetning for 1948 til dels skyldtes, at man havde »glemt den normale tilstand, at finansieringen var et selvstændigt problem«. Nationalbanken gav dog tilsagn om genbelåning af byggelån ydet af

bankerne, idet finansieringen ikke burde være en selvstændig hemsko på boligbyggeriet.

Der herskede naturligvis delte meninger om, hvor dybt saneringen burde føres. Det er allerede nævnt, at nationalbanken mente, at finansieringen af et projekt ikke burde være noget, man betragtede som en ren selvfølge. En noget anden synsvinkel kommer frem i nationalbudgettet for 1950 (afsluttet i marts 1950), hvor det hedder »Det vil være nødvendigt at drage omsorg for, at de investeringer, der er materialer og arbejdskraft til at gennemføre, ikke hæmmes af finansieringsvanskeligheder, og ministeriet vil derfor modvirke eventuelle tendenser til rentestigning«.

Efter Koreakrigens udbrud gennemførtes en forhøjelse af diskontoen allerede den 4. juli 1950 fra $3\frac{1}{2}$ % til $4\frac{1}{2}$ %, som blev fulgt op med en forhøjelse til 5 % i november 1950, og endvidere ophørte det i 1948 givne tilsagn om genbelåning af byggelån, da nationalbanken fandt, at de herskende forhold på byggemarkedet var stærkt inflationsbefordrende.

I 1951 indtraf der en alvorlig stramning af pengemarkedet, især på grund af merforbruget af fremmed valuta; men pengepolitikken blev ikke af den grund lagt om, uanset at den lange rente steg til knap 6 % i slutningen af 1951 (minimum havde været ca. $3\frac{1}{2}$ % i foråret 1947), og pengeinstitutterne kunne stadig ikke belåne obligationer i nationalbanken.

Nationalbanken genoptog i august 1951 genbelåningen af bankernes byggelån under den forudsætning, at der ikke fandt nogen udvidelse sted af den samlede »pengeforsyning« (defineret som seddelomløbet + bankernes folioindeståender i nationalbanken + skatkammerbeviser). Samtidig forudsatte nationalbanken, at en eventuel stigning i bankens valutagæld skulle få lov at slå igennem i en tilsvarende indskrænkning af pengemængden. De løbende emissioner af statsobligationer er en direkte følge af denne erklæring. Aftalen kan godt virke noget drastisk og skal næppe heller forstås helt bogstaveligt, men har utvivlsomt haft den betydning overfor kreditinstitutterne at fastholde, at myndighederne ikke var til sinds at fremme inflationen ved en lempelse af pengepolitikken. I overensstemmelse hermed udtalte finansminister Thorkil Kristensen under finanslovdebatten i efteråret 1952, at staten ville være pengepolitisk neutral.

For at få et afrundet billede af dansk pengepolitik må man dog erindre, at nationalbanken er villig til at genbelåne eksportkreditter — uanset om der foreligger statsgaranti. Vigtigere er det imidlertid at bemærke, at den høje rente på knap 6 % for lange papirer i meget stor udstrækning modificeres derved, dels at boligbyggeriet nyder godt af store statslån til en meget ringe rente, dels at erhvervslivet har adgang til betydelige lån til lav rente af de såkaldte genopbygningsfonds, der er dannet ved anvendelse af en del af Marshallgavens kroneprovenu.

Hovedlinien i dansk pengepolitik efter den anden verdenskrig har som nævnt været en opsugning af de 5 milliarder »ledige« kr., der var blevet

bundet under krigen, men som efterhånden blev frigivet. I overensstemmelse hermed var summen af seddelomløbet + bankers frie folioindskud i nationalbanken så at sige det samme ved udgangen af 1945 og 1951. Derimod er bankerne blevet »lånt op« i perioden, idet summen af værdipapirer + udlån steg med mere end 50 % fra knap 4 milliarder kr. til godt 6 milliarder, og herved forøgedes naturligvis borgernes likvide midler. Opsugningen skyldes bl. a. eengangsskatten, andre skatter og konfiskationsbeløb, der knap nok opvejede tilbagebetaling af korte statslån og andre træk på nationalbanken, samt især at myndighederne har ladet underskudet på betalingsbalancen slå igennem, idet kronebeløbene af de udenlandske lån og gaver, der finansierede underskudet, blev bundet i nationalbanken — i stort omfang er beløbene endog anvendt til nedskrivning af reguleringskontoen.

*

Konklusioner. Af de 4 lande, hvis pengepolitiske udvikling er gennemgået i det foregående, er Danmark det eneste, der fortrinsvis har ført en generel pengepolitik d. v. s. først og fremmest haft blikket rettet mod den private sektors likviditet — indenfor denne ramme har man så givet visse sektorer en særstilling (boligbyggeri, eksport m. v.). I U.S.A. har man i hovedsagen støttet sig til selektive midler; den lange rente blev låst fast, men man tillod ganske vist en stigning i den korte rente. Først fra marts 1951 anlagde man en generel pengepolitik. I England benyttede man sig ligeledes af selektive foranstaltninger og låste den korte rente fast, mens den lange rente efter 1947 fik lov at passe sig selv — bortset fra kontrollen med nye emissioner; først i november 1951 begyndte man forsigtigt med den generelle pengepolitik, som blev skærpet væsentligt i foråret 1952. Sverige har ikke været med i denne udvikling, idet man har lagt hovedvægten på den selektive metode; den lange rente blev låst fast frem til sommeren 1950, hvorefter den fik lov til at stige omkring $\frac{1}{2}$ %, men herefter er den igen blevet bundet.

Som hovedregel kan man sige, at myndighederne er begyndt at interessere sig mere for den private sektors likviditet og mindre for, om renten (kort eller lang) har en højde, der fra den ene eller anden synsvinkel må betragtes som »rimelig«. Sideløbende hermed har man bibeholdt eller udviklet en prioritetsrække med hensyn til udgiftsformål, som man på forskellig vis søger at støtte.

II. Generelle betragtninger.

I det følgende skal forsøges at give en kortfattet analyse af pengepolitikens formål, teknik og effektivitet samt forholdet mellem stat og centralbank på basis især af det materiale, der er omtalt i det foregående. Det har været karakteristisk for alle 4 lande, at pengemængden under krigen svulmede stærkt op, mens pris- og indkomstniveau ikke steg tilsvarende. Årsagen til den begrænsede prisstigning var omfattende direkte indgreb i

både produktion, lønfastsættelse og efterspørgsel. Efter krigen har der været et almindeligt udbredt ønske om at komme af med indgrebene — man taler om »restriktionstræthed« — og konsekvensen heraf er, at man i stigende udstrækning må sætte sin lid til mere generelt og upersonligt virkende økonomisk-politiske midler. Her tænkes i første række på finans- og pengepolitik.

A. Pengepolitikens formål.

Disse kommer naturligvis til at ligge på linie med den almindelige økonomiske politiks formål, men der er ofte uenighed om, hvor man skal lægge hovedhensynet, når pengepolitikken skal udformes i praksis.

For det første nævnes bestræbelserne for at holde et stabilt prisniveau eller at bevare pengenes værdi både nationalt og internationalt. Dette hensyn plejer oftest at blive stærkest understreget af centralbankmyndighederne; det behøver dog ikke betyde, at disse udelukkende interesserer sig for prisstabilitet, men kan ligeså godt hænge sammen med, at man mener, at andre myndigheder har tendens til at negligere prisstabiliteten på andre formåls bekostning. For vesteuropæiske lande ligger det nær at opstille ligevægt på betalingsbalancen som et selvstændigt mål, men erfaringerne fra efterkrigstiden har vist, at en uligevægt meget ofte skyldes manglende konkurrencedygtighed på grund af intern inflation, så området er forsåvidt dækket af kravet om prisstabilitet. Naturligvis er der andre selvstændige årsager til betalingsuligevægt (bytteforholdsforringelse, krigsødelæggelser m. v., og ligevægt kan her blive et selvstændigt mål, jfr. nedenfor under det 3. formål.

For det andet må der føres en sådan pengepolitik, at man letter den økonomiske ekspansion. Det nævnes ofte, at målet er størst mulig produktion, men en sådan sætning har jo ingen mening, medmindre der angives noget om produktionens sammensætning og den ønskede arbejdstid. Mere rigtigt er det måske at sige fuld beskæftigelse, men ekspansion er efter min mening bedre, da det også siger noget om produktionseffektiviteten, om der er tale om økonomisk holdbare investeringer, om produktionen ledes ind i konkurrencedygtige baner, og om der skabes et sådant økonomisk klima, at foretagsomheden stimuleres. Det kan udmærket vel tænkes, at der hersker fuld beskæftigelse, og der alligevel er store muligheder for økonomisk ekspansion. I Norge, hvor pengepolitikken iøvrigt ikke tillægges nogen væsentlig betydning, har man taget meget håndfast på dette formål, idet det i en pengepolitisk deklARATION fra regeringen i foråret 1952 ligefrem hedder, at pengepolitikken skal udformes således, at man ikke lægger hindringer i vejen for de investeringer, der realøkonomisk er grundlag for. Det tidligere anførte citat fra det danske nationalbudget for 1950 ligger på linie hermed. Der kan også erindres om, at oprettelsen af Federal Reserve

systemet i 1913 blandt andet netop som formål havde »accommodating commerce and business«. Den amerikanske Employment Act af 1946 fastsætter ligeledes retningslinier for den økonomiske politik, der skal fremme et frit erhvervsliv, økonomisk ekspansion og prisstabilitet.

For det tredje må nævnes, at man ofte står i situationer, hvor det er af afgørende betydning, at der hersker stor økonomisk mobilitet. Der kan blot nævnes de betalingsbalancekriser, størstedelen af de europæiske lande har været udsat for i forskellige perioder siden den 2. verdenskrig. Det er her ofte et vigtigt punkt i de mere eller mindre uformelle henstillinger fra centralbank til kreditinstitutterne, at man i sin kreditgivning særlig skal tage hensyn til eksportfremmende og importbesparende produktion. Endvidere må nævnes, at lande, der efter Koreakrigen har besluttet at foretage en forholdsvis hurtig oprustning, også har behov for, at produktionsfaktorer kan overføres til forsvarsproduktion. Det vil fra den foregående fremstilling erindres, at det amerikanske Voluntary Credit Restraint Program af marts 1951 på første plads for kreditværdige behov nævnedes forsvarsproduktion i vid forstand.

Disse 3 formål er ofte i indbyrdes modstrid. Normalt støtter ekspansion og mobilitet hinanden, men det er betydelig besværligere, når pristabiliteten skal med, og her er det som antydnet ovenfor ofte de politiske myndigheder, der lægger mest vægt på ekspansion — ofte under slagordet fuld beskæftigelse. For at trække problemet ned på et helt håndgribeligt plan kan man f. eks. i en oprustningsperiode spørge, hvor meget inflation (ø: prisstigning) det koster at producere en kanon ekstra. Det er ret karakteristisk, at chefen for præsidentens økonomiske råd, mr. Keyserling, under høringerne lagde meget stor vægt på forøgelsen af produktionen og især forsvarsproduktionen, mens han interesserede sig mindre for prisstigningerne.

Endelig bliver sagen endnu mere kompliceret, når man skal tage hensyn til det 4. formål, der i U.S.A. har spillet en ganske dominerende rolle, nemlig bevarelse af tilliden til unionens kredit eller ofte udtrykt på anden måde at opretholde »orderly conditions« med hensyn til den offentlige gæld. Som nævnt var Treasury af den anskuelse, at tilliden kun kunne bevares — ø: at statspapirerne blev liggende, hvor de var — hvis den lave rente holdtes fast, mens Federal Reserve hævdede, at den lave rente på statspapirer, når andre placeringsmuligheder var bedre, netop førte til ustabile forhold. Det spillede naturligvis også en stor rolle for Treasury at holde rentebyrden nede. Professor Axel Nielsen skrev således i 1947 i Nationaløkonomiske Tidsskrift 3.—4. hæfte under titlen »Kort Statsgæld og Pengepolitik« p. 131 følgende: »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«. Problemet er imidlertid ikke udtømt hermed.

Erfaringerne fra f. eks. Sverige og Norge viser, at det også kan være et selvstændigt formål at holde renten nede, selvom statsgælden ikke har antaget store proportioner. Generelt kan man sige, at det af forskellige grunde kan være et selvstændigt pengepolitisk mål at holde en lav rente.

Der vil altid opstå en vis spænding med hensyn til, hvor hovedvægten skal lægges, og det må atter pointeres, at der er tendens til, at centralbanken lægger mest vægt på prisstabilitet og dermed konkurrencedygtighed på langt sigt, mens de politiske myndigheder stærkere føler presset af de kortsigtede problemer: den øjeblikkelige beskæftigelse, statsudgifter (til forrentning af gælden) og produktion til visse formål (f. eks. forsvarsproduktion).

Stat og Centralbank. Det har været indgående diskuteret, om den lovgivende myndighed ikke burde lægge ganske detaljerede retningslinier for pengepolitikken. Den tidligere leder af Federal Reserve Boards research afdeling, dr. Goldenweiser, udtalte under høringerne, at det absolut var bedst at have vage og generelle retningslinier for de pengepolitiske mål, da man altid måtte støtte sig til sit skøn, når man i en given situation skulle afgøre, hvilken fremgangsmåde der bedst harmonerede med de delvis modstridende mål for pengepolitikken. Dr. Murphy havde fortalt, at han var ved at skrive formålene for Islands centralbank i en ny lov. Han opregnede 4 mål og tilføjede, at når de var i modstrid, skulle man bruge sit skøn. Goldenweiser siger hertil, at tilføjelsen er udmærket, for det betyder til syvende og sidst »just use your own judgement all the time«. I »American Monetary Policy« p. 70 skriver han »Napoleon's remark that a constitution should be brief and obscure was wise though not altogether in the way he had in mind: brevity makes it usable and obscurity flexible«.

Her føres man så ind på det vigtige og meget omdebatterede spørgsmål om forholdet mellem stat og centralbank. Siden guldfodens afskaffelse har der været en stærk tendens til mere statskontrol med centralbanken, der dels har været dikteret af frygt for konsekvenserne, hvis centralbanken fik for frie tøjler, men navnlig at man fra statens side ønskede at koordinere den økonomiske politik, så den ikke fik den tidligere automatiske karakter. Det udtrykkes ofte således, at man ikke kan have en stat (centralbanken) i staten.

Dette problem var, som man vil forstå, et af hovedpunkterne for den amerikanske undersøgelse, og kommissionens konklusion var den, at centralbanksystemet skulle have »freedom within not from the Government«. I praksis er det umuligt, at regering og centralbank fører en indbyrdes modstridende politik i hvert fald i en længere periode. Synspunkterne må tilpasses således, at større uoverensstemmelser forsvinder. Snyder mente, at dette bedst kunne opnås ved at oprette et »advisory council« bestående af

repræsentanter fra regering og centralbank. Martin stillede sig afvisende overfor planen, men den blev anbefalet af kommissionen som et forsøg. Herhjemme har fhv. nationalbankdirektør Bramsnæs fremsat et forslag af lignende indhold («Centralbanken og staten» i Axel Nielsen til Minde, Nationaløkonomisk Forening 1951).

Når den seneste udvikling har vist en tendens mod større uafhængighed for centralbankmyndighederne, hænger det sikkert sammen med, at man er blevet klar over, at det for folkestyrets egen sundhed er fornuftigt at have en vis bremse på statens finansieringsmuligheder. Dr. Goldenweiser udtrykker det meget klart: »I would like to add though something that may be rude, but it ought to be in the record, and that is that Congress is an inflationary body. It is bound to be an inflationary body because the groups in the population that are in favor of inflation are vastly better organized than many millions who suffer from inflation and are not organized, and I think that it is very wise for Congress to have a few hurdles between itself and direct influence on current credit policies« (Hearings, p. 776). Dertil kommer et andet moment, at der fra erhvervslivet formentlig er større tiltro til, at en fast kurs vil blive fulgt, når centralbanken er forholdsvis uafhængig.

B. Pengepolitikens teknik.

De samlede transaktioner i en given periode udtrykkes jo ved den gennemsnitlige pengemængde multipliceret med pengenes gennemsnitlige omløbshastighed. Det er pengepolitikens opgave at påvirke værdien af de samlede transaktioner i opadgående eller nedadgående retning. Direkte kan centralbanken påvirke pengeforsyningen (forstået som sedler + anfordringstilgodehavender i centralbanken) og indirekte pengemængden (forstået som borgernes likvide midler: sedler excl. de private pengeinstitutters beholdning + anfordringstilgodehavender i private pengeinstitutter). Omløbshastigheden er langt vanskeligere at øve indflydelse på — og i meget likvide samfund, som for eksempel de 4 nævnte lande, kan omløbshastigheden forøges betydeligt uden nævneværdigt besvær — men man må alligevel ikke glemme, at en politik, der tager sigte på at sprede usikkerhed, kan føre til, at erhvervslivet ønsker at ligge med gennemsnitligt større kassebeholdninger, hvilket alt andet lige (b: uden forøgelse af pengemængden) tenderer mod at nedsætte omløbshastigheden.

Den teknik, man benytter sig af, kan opdeles i generelt (og upersonligt) virkende midler og selektive midler, der igen kan opdeles i personligt og upersonligt virkende metoder. Det må dog straks slås fast, at der ikke er tale om skarpe sondringer men glidende overgange. En almindelig pengestramning med følgende stigning i renten vil ofte ramme de lange inve-

steringer og de ikke selvfinansierende virksomheder hårdest, hvorfor man kan sige, at der her er tale om en vis udvælgelse. Ligeledes er det en almindelig iagttagelse, at en pengestrømning i første omgang fører til »kreditterationering« fra bankernes side til fordel for gamle og kapitalstærke virksomheder, mens det især går ud over nyetableringer — også her kan man tale om en vis selektion. Som den ene yderlighed har man det tilfælde, at myndighederne skal give tilladelse til hvert enkelt lån — regler herom har man haft i for eksempel Holland og Frankrig — men i praksis har det aldrig været anvendt. I England har man dog en bestemmelse om, at banklån over £ 50.000 pr. år, som ikke er et led i den normale drift, skal have forudgående godkendelse af Capital Issues Committee. Den anden yderlighed er så en almindelig pengeopsugning. I det følgende gives en kort gennemgang med kommentarer af de vigtigste midler.

Generelle midler. Som første gruppe må omtales de klassiske midler diskontoen og open market operations. Diskontoens virkning siges ofte kun at være symbolsk — et urovarsel når den hæves. Det er også rigtigt, at en forhøjelse først og fremmest virker som et varsko, men bliver handlingen fulgt op af open market operations, kan man ikke se bort fra diskontoens selvstændige betydning, idet bankerne, der kan komme ud for at skulle låne, er meget nøjeregnende med rentemarginen, således at især en diskonto-forhøjelse udmærket kan få en direkte betydning for bankernes udlån og udlånsrente. For eksempel er det for tiden Federal Reserves politik at køre pengeforsyningen så stramt, at bankerne netto tvinges til at låne i Federal Reserve bankerne. Open market operations behøver næppe særlige kommentarer.

Reservebestemmelser. Den næste gruppe af midler falder under det, man kalder reservebestemmelser. Disse tager i praksis næsten udelukkende sigte mod bankernes pengeskabende evne. I en inflationsperiode er problemet, hvorledes man skal låse bankbalancerne fast, så man undgår en forøgelse af pengemængden. Et andet selvstændigt motiv er isolering af markedet for lange papirer, så man undgår, at bankernes salg af disse trykker kursen og hæver renten.

En bankbalances aktiver kan opdeles i kasse, værdipapirer og udlån, og passiverne i egenkapital, indskud på anfordring og på tid. Man har her 6 størrelser, der på mange forskellige måder kan sættes i forhold til hinanden for at låse balancen fast, men her skal kun reservekravene omtales. De fleste lande har haft et vist minimumskrav for forholdet mellem kasse og forpligtelser af hensyn til indskyderne. Fra begyndelsen af 30'erne fik sådanne regler i U.S.A. et selvstændigt pengepolitisk indhold, idet Federal Reserve Board indenfor visse grænser kunne ændre kravene til medlemsbankerne, og dette middel har siden vundet udbredelse i mange lande. Den mest fordelagtige virkning er, at bankernes penge-

skabende evne reduceres ved stigning i reservesatserne — en given kasseforøgelse eller ledig kasse (hvis bankerne ikke er »lånt op«) kan nu føre til en mindre stigning i pengemængden, men fra Federal Reserves side fremhæves dog, at reglerne stadig er på eksperimentstadiet, og man bruger dem meget nødt. Omfattende studier — blandt andet undersøgelse af hver enkelt banks stilling — foretages inden en forhøjelse, og af ubehagelige konsekvenser kan især nævnes, at visse områder i landet måske netop trænger til kreditmæssig ekspansion, som hæmmes ved forøgelse af procenterne. Man kan så gå et skridt videre og sætte summen af kasse og værdipapirer (eller visse typer heraf f. eks. skatkammerveksler) i forhold til indskudene. Herved opnår man, hvis procenterne er høje nok, at forhindre bankerne i at sælge obligationer — en finansminister med en stor statsgæld har f. eks. en åbenbar fordel heraf med hensyn til rentebyrden. Især 2 vanskeligheder må anføres: for det første gavner man de forsigtige og konservative banker, der traditionelt ligger med store obligationsbeholdninger, mens mere aktive banker kan komme i vanskeligheder. For det andet kan andre institutioner sælge værdipapirer, som ved kursstøtte ender i centralbanken, og give udlån i stedet for. Pengeforsyningen udvides, pengemængden kan forøges, og man irriterer og skader banker, der må sige nej til kunder, som går over til f. eks. forsikringsselskaber og får lån der. Så kan man kræve særlige procenter for stigning i indlån, som kun har de sidste af ovennævnte ulemper. En helt anden metode er et gammelt forslag om at sætte kassen i forhold til de andre aktiver. Hvis det gøres for udlån og værdipapirer under et, får man nogenlunde samme virkning som før, men tanken har ofte været fremsat i den form at variere procenten for udlån og værdipapirer hver for sig. Man kan herved opnå at lægge en vis dæmper på banksalg af værdipapirer, idet renteforskellen må være noget større, før det kan betale sig at sælge en obligation for at give et udlån, hvis der skal holdes mere kasse i forhold til udlån end til værdipapirer. Går man videre og vil diskriminere mellem de formål, udlånene ydes til, bliver sagen langt vanskeligere. Hvem kan se på en låntager, hvad han vil bruge pengene til? Han kan låne til formål, der kræver en lav procent og frigøre egne midler til andre formål — og hvad mere er: banken vil være ham behjælpelig med at komme i den kategori, der kræver den laveste procent.

Forskellige former for reserve regler har været uhyre anvendt efter 2. verdenskrig rundt omkring, men som helhed må man sige, at de er mest anvendelige i nødstilfælde, de er stive og kommer let til at hæmme udlånenes bevægelighed geografisk. I U.S.A. foreslog Federal Reserve særlige reservebestemmelser inkluderende statspapirer så sent som i foråret 1951, men har nu opgivet tanken; »The best made plans of mice and men »gang aft agley«, siger Martin, og årsagen er sikkert den, at nu hvor der atter

kan føres en effektiv open market politik er den takket være sin smidighed og generelle virkning at foretrække.

Moral Suasion. En tredje gruppe af midler går under navnet »moral suasion«, der strækker sig fra uformelle møder, samtaler — især når banker skal låne i centralbanken, offentlige taler og henstillinger eller appeller. Sådanne midler bruges ofte, men næsten altid i anden række. Hvis de ikke støttes af handling fra myndighedernes side, eller der er en latent trusel bag, er virkningerne oftest kun meget kortvarige og har yderligere det irritationsmoment, at de hensynsløse tjener på de villiges bekostning.

Egentlige selektive midler. For det fjerde har man de egentlige selektive midler, der omfatter aftaler med kreditinstitutterne — som f. eks. prioritetslisterne i Voluntary Credit Restraint Program i U.S.A. og de svenske aftaler — de amerikanske regulations (T, U, W og X), genbelåningstilsagn for særlige kreditter (byggelån og eksportkreditter), kontrol med de enkelte bankers lån, emissionskontrol etc. I efterkrigstiden har man i mange lande til at begynde med især anvendt selektive midler, men er blandt andet som vist i det foregående mere og mere gået over til at benytte den generelle pengepolitik. Der er dog ikke spor i vejen for, at de kan anvendes side om side. Ja, som hovedregel kan man sige, at de selektive midler netop kræver støtte fra den generelle pengepolitik for at kunne få nogen virkelig betydning. Federal Reserve ofrer en del plads på at omtale den danske aftale af 23. august 1951, fordi den netop viser en meget klar forståelse af denne sammenhæng.

Om de selektive midler gælder iøvrigt det selvfølgelig, at man ønsker at lempe, hvor pengestrømning og rente har en uønsket hård virkning (byggeri og eksport), mens man ønsker at stramme, hvor renten har en meget ringe virkning (afbetalingshandel og børsspekulation). (Reg. X, der begrænsede boligbyggeri i U.S.A., må ses i sammenhæng med, at den lange rente for unionsobligationer var låst fast). Muligheden for med held at kunne benytte selektive midler afhænger af, om området er let at definere, om handelspraksis er specialiseret og standardiseret, så man undgår forstyrrelser, om det er et vigtigt område for den samlede efterspørgsel efter goder, om svingningerne i efterspørgslen er meget stærke, og om man kan forhindre omgåelse. Her gælder i virkeligheden de samme overvejelser som ovenfor vedrørende reservebestemmelser i forhold til specificerede udlåns-kategorier.

Alt i alt må man om teknikken sige, at bedst egnede er de midler, som ikke diskriminerer mellem kreditinstitutterne — det er næsten det værste, man kan gøre. Dernæst må midlerne være simple og lette at forstå. Man bør ikke undervurdere den opdragende betydning, og lykkes det at føre en så behændig politik, at man kan sikre sig kreditinstitutternes positive samarbejdsvilje — δ : når man viser dem stor tillid, og samarbejdet ikke

koster dem for meget i ledig kasse eller lokkende omplaceringer — har man sikkert udnyttet pengepolitikens teknik bedst.

C. Pengepolitikens effektivitet.

Når man skal afgøre, hvilken plads pengepolitikken bør indtage blandt de forskellige økonomisk-politiske midler, bliver det naturligvis helt afgørende at danne sig et indtryk af, hvor kraftigt en stramning eller lempe virker, og på hvilke felter virkningen særlig udfolder sig. Her er det desværre helt umuligt at nå blot nogenlunde enighed — standpunkterne veksler fra det ene yderpunkt, at pengemængden, når den varieres indenfor rimelige grænser, næsten ikke har nogen betydning for udgiftsstrømmen, til det andet yderpunkt, at omløbshastigheden er nogenlunde konstant, og at pengemængden derfor har en afgørende virkning på aktivitets- og prisniveau. Spørger man historien, bliver den svar skyldig; det er umuligt ved empiriske analyser at afgøre den kvantitative virkning af en ændring i den generelle pengepolitik. Et eksempel kan være illustrerende: i marts 1951 opgav man, som tidligere beskrevet, fastlåsningen af kurserne på de lange unionspapirer i U.S.A. I perioden juni 1950—februar 1951 var bankudlån og engrospriser steget med omtrent samme procent (omkring 20 %), mens perioden efter marts 1951 viste nogenlunde stabilitet i udlånene og et meget svagt fald (nærmest stabilitet) i engrospriserne. En konklusion på dette grundlag ville imidlertid være helt naiv. Der skete mange andre afgørende ting i foråret 1951; således blev priser og lønninger frosset fast i januar, og i marts indtraf endvidere 2 vigtige begivenheder: for det første trak U.S.A.'s regering sig ud af kapløbet om råvarerne. Den hysteriske reaktion på Koreakrigen og Kinas intervention i efteråret 1950 havde været, at alle led i omsætningen søgte at sikre sig så mange varer som muligt, hvilket sendte især råvarepriserne mod skyerne. Når regeringens »stockpiling«-køb reduceredes, slog det bunden væk under de høje priser, og så snart det rygtedes, faldt mange købere fra i forventning om prisenfald. Forventningerne om almindelig prisstigning blev hermed brudt. For det andet var påskesalgene i U.S.A. en stor skuffelse for erhvervslivet. Mange havde ventet, at forbrugernes store indkøb i efteråret 1950 ville være ved, men påsken i marts 1951 viste, at dette var en fejlvurdering. Hvor stor betydning ændringen af pengepolitikken havde i denne forbindelse er jo umuligt at afgøre.

I det følgende forsøges en gennemgang af visse aspekter af pengepolitikens formodede virkninger. Det er en næsten håbløs opgave at opbygge en systematik, der blot nogenlunde dækker det indviklede netværk af sammenhænge, man kommer ind i ved en analyse af pengepolitikens virkninger — hvert spørgsmål kræver et utal af forudsætninger og modifikationer, så fremstillingen må ikke tages som andet end den løse skitsering, pladsforholdene tillader.

Det har været karakteristisk for traditionel teori at knytte pengepolitikens hovedvirkning til renten som omkostningsfaktor. Det gælder både klassisk, neoklassisk og Keynes'sk teori. Man tænkte sig penge- og kapitalmarkedet som et fuldkomment konkurrencemarked, hvor prisen (renten) alene var afgørende. En sådan forenkling er i praksis umulig at arbejde med. Markedet er ikke og har formentlig aldrig været præget af fuldkommen konkurrence. Når en driftsherre henvender sig om lån i en bank (eller søger støtte til en emission), er der en mængde faktorer, der spiller ind lige fra rente, sikkerhedsstillelse, vurdering af afsætningsmuligheder, bankens kassebeholdning og til låntagers slipsefarve. Den personlige kontakt er et afgørende træk for dette marked. I de sidste par år har man fået blik for, at bankernes villighed til at låne ud var nok så afgørende som rentens betydning for efterspørgslen efter lån. Der var kø i bankerne, og man sluttede heraf, at det afgørende var bankernes evne og villighed til at låne ud eller »availability of money«. Kategoriske standpunkter i økonomien er farlige, og det er sikkert rigtigst at anvende et udtryk, der går igen især i det amerikanske materiale, at pengepolitikken virker på »volume, availability and cost of money«.

Mellem disse 3 størrelser er der naturligvis en nær sammenhæng, men den er ingenlunde af mekanisk karakter. En nedgang i volume fører normalt til begrænsning af availability og dermed til stigning i cost (renten) — dette er blot en triviel pris-mængde analyse. Men der sker mere end det. For at forstå, hvad der sker, er det nødvendigt at give begrebet likviditet et psykologisk og ikke rent mekanisk indhold. Herefter består det ikke blot af penge i snæver forstand (sedler, mønt og anfordringsindsud), men til lige af hvor let andre aktiver kan sælges. En driftsherre føler sig likvid, hvis han har en stor kassebeholdning, og hvis det er let for ham at sælge aktiver til det, han anser for rimelige priser. Med andre ord, hvis en rentestigning fører til kursfald på obligationer, føler obligationsindehaverne sig mindre likvide (det kan være svært at finde købere til store poster, og det kan kun lade sig gøre at sælge med kurstab). Ændres forventningerne om afsætningen, sker der lignende reaktioner. En pengestrømning og rentestigning skaber nervøsitet for at blive illikvid, og det er vel her, vi har den afgørende virkning. Johnson (Bulletin p. 306) slutter ligesom let irriteret af med at sige: "in this connection it would be helpful if the authorities involved the mystique of Bank rate less, and provided a more detailed explanation of what monetary measures are expected to achieve". Johnson ser kun på den rent mekaniske virkning af en renteforhøjelse. Hvad sker der, alt andet lige, når pengemængden strammes, og renten stiger? Efterspørgerne reagerer ikke væsentligt, da renten ikke betyder noget videre som omkostningsfaktor (særlig ikke med de høje skatter), derimod begrænses udbudet; men kunne vi så ikke klare os uden rentestigning? —

hvad skal al den mystiske tale om diskontoens betydning til for? Det er jo i virkeligheden den samme tankegang, der ligger bag den svenske pengepolitik, der stræber mod en kreditstramning uden forhøjelse af den lange rente. I pengepolitikken gælder formentlig, at det centrale er at virke på kreditinstitutters og erhvervslivs likviditetsfølelse. Hvis der hersker tillid til, at den politik, der annonceres ved f. eks. diskontoforhøjelse, virkelig vil blive fastholdt, kan man sikkert regne med mere forsigtige dispositioner.

Det bliver ofte nævnt, at pengepolitikens betydning er stærkt afsvækket i forhold til tidligere tid, fordi banklånenes andel af nationalproduktet er faldet betydeligt, og at selvfinansieringen er steget meget. Snyder nævner således, at i de 6 efterkrigsår har amerikanske aktieselskabers investeringer i fast og flydende kapital andraget ca. 175 milliarder \$, og heraf er 100 skaffet ved selvfinansiering, mens kun 15 (mindre end 8 %) fra banker. Tal fra andre lande giver et lignende billede. Hertil er at sige, at den generelle pengepolitik virker, som nævnt ovenfor, ikke alene på banker, men i alle led, og desuden at også 8 % jo har betydning på grænsen. Det er sikkert rigtigt, at pengepolitikens betydning er gået relativt tilbage især i forhold til finanspolitikken, men derfor er der næppe grund til helt at se bort fra dens virkninger.

Virkningen af en pengestrømning på de forskellige grupper skal lige kort berøres:

1. *Bankerne.* Renten forhøjes som regel, men den vigtigste virkning er den nøjere prøvelse og større tendens til forkastelse af låneandragender. Rentemæssigt tager man ikke, »hvad markedet kan bære«, formentlig for ikke at irritere offentligheden og risikere at miste kunder, når pengeforsyningen atter lettes. Nye kunder afvises især i den første tid; men dette er jo i og for sig hensigtsmæssigt. Hvis aktivitetsniveauet skal sænkes, vil det oftest gå ud over nye, ikke konsoliderede virksomheder, og det er dog bedre at forhindre dem i at komme frem end at lade dem gå fallit bagefter. Bankerne vil fordre mere indseende med kundernes dispositioner, tilråde begrænsning af investeringer og navnlig presse på for at få solgt lagre, som kan forventes at ville falde yderligere i værdi — dette har en direkte pristrykkende virkning.

2. *Øvrige kreditinstitutter.* Her vil også være tilbageholdenhed med hensyn til udlån, og der vil være tendens til at gå over i korte placeringer, hvis der ventes yderligere rentestigning. Likviditetsfølelsen vil svækkes stærkest for de institutioner, der ligger med lange obligationer.

3. *Erhvervslivet.* Kontakten med bankerne spiller formentlig en stor rolle for udformningen af forventninger, uanset om man kun har små lån i forhold til de samlede passiver. Der vil være tendens til at udskyde eller nedskære investeringer (man kan blandt andet frygte for, at det vil blive

sværere at få lån i fremtiden til driften) og udnytte det gamle anlæg bedre. I kritikken af pengestrømningen forudsættes det ofte, at nedgangen i investeringerne især rammer de felter, der er mest afgørende for den fremtidige produktion. Dette behøver nu ikke være tilfældet (kantiner, festsale m. v.), men hvis det er det, vil en stramning af finanspolitikken ofte have nogenlunde samme virkning. Renten som omkostningsfaktor betyder meget for boligbyggeriet, der dog ofte får kompensation ad anden vej, men næppe så meget for investeringer i fast realkapital i industrien, da sådanne ofte regnes afskrevet over en kort årrække. Man kan ikke helt se bort fra virkningen på lønningerne. Sortbørs lønninger vil have tendens til at forsvinde blandt andet på grund af nedgangen i aktiviteten; men driftsherterne vil sikkert også holde noget mere igen ved lønforhandlingerne. Hvis lønstigninger betyder en væsentlig mere anstrengt likviditet.

4. *Konsumenterne.* Opsparingen vil ofte stige med stigende tillid til bevarelse af pengenes værdi. Flugten fra penge og fordringer udtrykt i penge vil standse — opsparingen tager altså en anden og prisstabiliserende form. Rentens direkte betydning er derimod tvivlsom. Undersøgelser i U.S.A. viste, at de fleste personer, der købte spareobligationer, end ikke var klar over, hvor høj renten var på obligationerne. Motiverne var helt andre: næsten alle dikteret af frygt af en eller anden art, f. eks. vanskeligheder efter krigen, arbejdsløshed, frygt for at obligationerne skulle fryses fast etc. Opsparing til nyetableringer vil formentlig stige væsentligt, når man møder store vanskeligheder som låntager. Ligeledes vil måske kapitalforbrug gå noget ned som følge af frygt for dårligere tider.

5. *Udlandet.* Den stabiliserende virkning på konkurrenceevnen vil naturligt styrke valutaen, men desuden vil de rudimenter af det korte kapitalmarked, der endnu eksisterer, virke stabiliserende.

Alle disse formodede virkninger må modificeres dels efter hvilken økonomisk politik, der iøvrigt føres, dels hvilke andre pengepolitiske midler man anvender end de generelle. Politikken kan f. eks. svækkes eller styrkes ved selektive indgreb, men dette forhold er allerede behandlet i det foregående.

D. *Konklusioner.*

Konklusionerne skal gøres meget kortfattede. Af speciel interesse for den økonomiske teori kan det være, at man i det amerikanske og engelske materiale kun yderst sjældent støder på spekulationsmotivet i den traditionelle udformning. Der er tendens til at gå fra lange til korte placeringer, når man venter rentestigning, men som regel er det udpræget korttidsspekulation. Det er mange steder endnu idag et dogme, at renten er en politisk bestemt pris, der dannes eentydigt ved sammenspil mellem pengemængde og en erklæring fra myndighederne om det ønskede renteniveau samt visse likviditetspræferencer. Så simpel er virkeligheden næppe.

Praktiske konklusioner er det som nævnt uhyre vanskeligt at drage. Forfatteren vil dog ikke tage i betænkning at formulere følgende 4 sætninger, der i mange forskellige iklædninger indeholdes i det materiale, der ligger til grund for denne artikel: (1) En pengestrømning og renteforhøjelse kan gennemføres uden en kraftig stigning i arbejdsløsheden. (2) En aktiv generel pengepolitik synes at være et godt egnet middel til smidigt at supplere og til en vis grad at erstatte de mere tungt bevægelige midler: Finanspolitik, direkte kontrol m. v. Det udtales dog næsten enstemmigt fra centralbankside, at i det lange løb må finanspolitikken bære hovedansvaret. (3) Pengepolitikken virker blandt andet på forventningerne, hvorfor man må kende den kunst at foretage indgreb på det rigtige tidspunkt, på den rigtige måde — og med konsekvens og fasthed; ellers mistes tilliden. (4) Følgerne af at negligere pengepolitikken, f. eks. ved fastlåsning af rente- og kursniveau, hvorved initiativet går fra myndighederne over til markedet, vil på langt sigt næsten uvægerligt føre til ustabile forhold — stor likviditet vil kunne finansiere enhver tendens til stigning i udgiftsstrømmen, når man forventer stigende aktivitet.