

## PENGEPOLITIKKENS DILEMMA<sup>1)</sup>

AF P. NYBOE ANDERSEN

FOR kun 14 dage siden gav nationalbankdirektør *Svend Nielsen* offentligheden en redegørelse for nationalbankens syn på vore pengepolitiske problemer i en tale, der med rette vakte stor opmærksomhed. At dømme efter børsens reaktion den følgende dag, da obligationskurserne steg en del, har man i vide kredse umiddelbart hæftet sig ved den udtalelse af nationalbankdirektøren, at vor obligationsrente var for høj.

Imidlertid måtte en smule eftertanke og en omhyggelig gennemlæsning af dagspressens referater af talen snart kunne overbevise om, at dette var kun den ene side af medaljen. Den anden var, at så længe statsmagten ikke effektivt begrænsede befolkningens forbrug og derved skabte fornøden sikkerhed mod inflation og valutamangel, så måtte nationalbanken — hvor ugerne den ellers gjorde det — stadig anbefale et forholdsvis stramt låne-marked og et højt renteniveau.

Nationalbankens ord til offentligheden var derfor næppe et tilsagn om lavere rente, men en redegørelse for det dilemma, som dansk pengepolitik for øjeblikket befinder sig i — og desuden et nødskrig fra en formelt ansvarlig, men i realiteten temmelig magtesløs nationalbank til de ansvarlige politiske kræfter om at bringe banken og samfundet ud af dette dilemma. Desværre er dette jo imidlertid ikke et spørgsmål, som kræver grundlovsændring, og man kan vel derfor ikke forvente, at der sker noget afgørende i sagen lige med det første.

Dertil kommer, at spørgsmålet ikke drejer sig alene om forholdet mellem statsmagt og nationalbank, men kan betragtes i et noget videre perspektiv, således at man inddrager i billedet hele den strukturforandring, der er sket eller er i færd med at ske inden for vort kreditvæsen. Det er denne bredere baggrund for vort aktuelle pengepolitiske dilemma, jeg gerne i aften vil sige lidt om, og derfor må man tilgive mig, at jeg begynder med et tilbageblik til en tid, da pengepolitikens forudsætninger var væsentlig anderledes end i dag.

Der er den væsentlige forskel mellem kredit og almindelige differentierede varer, at de sidstnævnte bortset fra særlige knaphedsperioder altid kan købes i praktisk talt ubegrænset mængde til den pris, der noteres for dem,

<sup>1)</sup> Foredrag i Nationaløkonomisk Forening d. 18. februar 1953.

## PENGEPOLITIKKENS DILEMMA<sup>1)</sup>

AF P. NYBOE ANDERSEN

FOR kun 14 dage siden gav nationalbankdirektør *Svend Nielsen* offentligheden en redegørelse for nationalbankens syn på vore pengepolitiske problemer i en tale, der med rette vakte stor opmærksomhed. At dømme efter børsens reaktion den følgende dag, da obligationskurserne steg en del, har man i vide kredse umiddelbart hæftet sig ved den udtalelse af nationalbankdirektøren, at vor obligationsrente var for høj.

Imidlertid måtte en smule eftertanke og en omhyggelig gennemlæsning af dagspressens referater af talen snart kunne overbevise om, at dette var kun den ene side af medaljen. Den anden var, at så længe statsmagten ikke effektivt begrænsede befolkningens forbrug og derved skabte fornøden sikkerhed mod inflation og valutamangel, så måtte nationalbanken — hvor ugerne den ellers gjorde det — stadig anbefale et forholdsvis stramt låne-marked og et højt renteniveau.

Nationalbankens ord til offentligheden var derfor næppe et tilsagn om lavere rente, men en redegørelse for det dilemma, som dansk pengepolitik for øjeblikket befinder sig i — og desuden et nødskrig fra en formelt ansvarlig, men i realiteten temmelig magtesløs nationalbank til de ansvarlige politiske kræfter om at bringe banken og samfundet ud af dette dilemma. Desværre er dette jo imidlertid ikke et spørgsmål, som kræver grundlovsændring, og man kan vel derfor ikke forvente, at der sker noget afgørende i sagen lige med det første.

Dertil kommer, at spørgsmålet ikke drejer sig alene om forholdet mellem statsmagt og nationalbank, men kan betragtes i et noget videre perspektiv, således at man inddrager i billedet hele den strukturforandring, der er sket eller er i færd med at ske inden for vort kreditvæsen. Det er denne bredere baggrund for vort aktuelle pengepolitiske dilemma, jeg gerne i aften vil sige lidt om, og derfor må man tilgive mig, at jeg begynder med et tilbageblik til en tid, da pengepolitikens forudsætninger var væsentlig anderledes end i dag.

Der er den væsentlige forskel mellem kredit og almindelige differentierede varer, at de sidstnævnte bortset fra særlige knaphedsperioder altid kan købes i praktisk talt ubegrænset mængde til den pris, der noteres for dem,

<sup>1)</sup> Foredrag i Nationaløkonomisk Forening d. 18. februar 1953.

uanset hvem køberen er. Dette gælder ikke kredit. Ganske vist er det meget nær ved at gælde for realkreditens vedkommende. Enhver, der opfylder den betingelse at kunne stille en land- eller boligejendom i pant i første prioritet, kan låne i en kreditforening til de på det åbne obligationsmarked herskende rentevilkår.

Ved andre former for kredit indgår derimod låntagerens personlige kreditværdighed som et afgørende moment i de faktorer, der bestemmer kreditvilkårene. Om man vil, kan man sige, at hver individuel kreditydelse er en varekvalitet for sig. Forskellen over for almindelige varer ligger i, at den omsatte mængde indgår som en integrerende bestanddel af selve kvalitetsbestemmelsen og dermed også af rentens fastsættelse. Prisen gælder ikke pr. enhed, men for et ganske bestemt maksimalt kreditbeløb i en aftalt periode til en bestemt låntager, og ønsker man en større kredit, er sagen ikke klareret ved at tilbyde at betale en højere rente, men det kan tænkes, at man får kategorisk afslag på sin anmodning.

Denne særlige sammenhæng mellem størrelsen af en kreditydelse og dens karakter vil altid give prisdannelsen på kreditmarkedet et særpræg. Det beror imidlertid på markedets organisation, hvor stærkt fremtrædende det er. Jo større rolle realkreditte spiller, og jo mere den bygger på objektive lånekriterier og på en standardisering af lånene, der muliggør en rentedannelse på et åbent kapitalmarked, desto mere nærmer kreditomsætningen sig til et varemarked med en høj grad af konkurrence.

Det er velkendt, at netop det danske kapitalmarked mere end de fleste andre landes har opfyldt disse betingelser. Indtil 80'erne var ganske vist *sparekasserne* den dominerende långiver på det lange marked og renten således i hovedsagen institutionelt og dermed også i nogen grad individuelt bestemt. Men derefter tog *kreditforeningerne* (fra 90'ernes midte suppleret af hypotekforeningerne) tæten, således at det åbne marked blev afgørende for det, man sædvanligt har kaldt »renteniveauet« i Danmark.

Denne organisation af realkreditte havde før den første verdenskrig den meget betydningsfulde virkning, at den i høj grad *lettede forbindelsen med det internationale kapitalmarked*, som på den tid var uhæmmet af restriktioner, devalueringer og andre nymodens opfindelser. Resultatet blev, at vi fra 1880 til 1914 fik et enestående stabilt kapitalmarked, idet den effektive rente for en 4 % åben kreditforeningsserie i dette lange tidsrum kun varierede mellem 3,9 og 4,5 % og aldrig ændrede sig mere end 0,2 % fra et år til det efterfølgende.

Obligationer blev under disse forhold et meget stabilt og sikkert anlægspapir og samtidig set fra låntagerens synspunkt en yderst billig låneform, hvilket i mundheldets form blev udtrykt således »Vil man sove godt, køber man obligationer; vil man spise godt, køber man aktier«.

Det er klart, at *sparekasserne* med deres nære forhold til obligationsmar-

kedet både på indlåns- og udlånssiden måtte præges af denne stabilitet, således at også deres rentesatser kom til at udvise få og små ændringer. Kneb det at bevilge de lån, der ønskedes, kunne man i reglen henvise til at gå til kredit- og hypotekforeninger i stedet. Nogen fornemmelse af kreditrationering kunne der vanskeligt opstå på det lange lånemarked.

Anderledes på det korte marked, i *bankerne*. Undersøgelser tyder på, at de små provinsbanker nødigt lod deres renter variere alt for meget. Nabo-skabet til en sparekasse måtte i hvert fald virke i den retning. Til gengæld har man sikkert i tider med ringe likviditet brugt en passende kreditrationering til kunderne. Storbankerne var tilsyneladende mere tilbøjelige til at lade deres rentesatser bevæge sig, idet de normalt fulgte nationalbankens diskonto, som dengang ændredes hyppigt. Hvor stærkt de formelle renteændringer slog igennem på storbankernes faktiske gennemsnitsrenter, er dog måske et andet spørgsmål. Givet er, at bevægelser i likviditeten ikke udelukkende viste sig i renteforandringer, men også betød en strammere kreditpolitik rent kvantitativt. På den anden side viser byerhvervenes kraftige ekspansion fra 90'erne op til verdenskrigen, at man ikke var bange for at engagere sig med nye kunder. Selve væksten i antallet af forretningsbanker fra 39 i 1890 til 144 i 1913 vidner også om en effektiv konkurrence på dette felt.

Man kan således nok hævde, at i årene op til 1914 var kreditvægring en undtagelse. Normalt kunne enhver kredit til produktive formål fås, når man ville betale prisen. Og prisen var ikke en vilkårlig størrelse, men det store åbne kapitalmarked og den forholdsvis livlige konkurrence bankerne imellem bidrog stærkt til at knytte rentestrukturen sammen til en helhed, hvor differencerne lod sig forklare som rimelige resultater af forskelle i lånetypernes kvalitet.

Måske er dette et let idealiseret billede af en tilstand, der i hvert fald ikke var uden skyggesider (jfr. bankkrisen i 1907—08). Men fristelsen til at forskønne billedet kommer i så fald ikke blot fra den almindelige tilbøjelighed til at mene, at »da jeg var pige, da var der piger til«, men har også en mere speciel baggrund i den kontrastvirkning, som uundgåeligt fremkommer, når man sammenligner med kreditmarkedets nuværende organisation . . . eller, som man kunne fristes til at sige: *desorganisation*.

Før jeg vender mig til de aktuelle forhold, må jeg dog sige et par ord om *mellemkrigstidens* udvikling. Denne kaotiske periode var på pengevæsenets område som i så mange andre henseender en overgangstid, måske mest på den negative måde, at de liberale tilstande blev brudt ned, uden at der tegnede sig noget klart billede af, hvad der skulle komme i stedet.

I mellemkrigstiden svigtede den intime forbindelse mellem det danske

og det internationale kapitalmarked. Vore renteforhold kom i det store og hele til at bero på vor egen politik. Det indebar den mulighed, at rente- og kreditudviklingen kunne blive underkastet langt stærkere svingninger end før 1914. Og den politik, vi faktisk førte, var af en sådan art, at disse muligheder blev til virkelighed.

Bortset fra de første år af 20'erne, da offentligt boligbyggeri betød forholdsvis meget, viste *boligbyggeriet* i mellemkrigstiden en meget hurtig og stærk reaktion på ændringer i obligationskurserne. Nationalbankens open market operations blev derfor et yndet middel til at påvirke den økonomiske aktivitet, hvad enten målet var at fremme beskæftigelsen, eller det tværtimod var at bremse aktiviteten af hensyn til en anstrengt betalingsbalance.

Resultatet blev kursbevægelser af en hyppighed, styrke og uberegnelighed, som før i tiden havde været ukendt. Obligationer forvandlede i virkeligheden til *spekulationspapirer*. Samtidig blev også byggevirksomheden underkastet svingninger, der ikke kunne forklares ved boligmarkedets egne forhold alene, men måtte ses som et udslag af, at netop variationer i den lange rente, der betyder særlig meget for byggeriets omfang, var blevet et fremtrædende reguleringsmiddel for den økonomiske politik som helhed.

Man møder i slutningen af 30'erne en begyndende erkendelse af, at denne udvikling var lidet rationel. Jeg kan således henvide til en artikel af *Jørgen Pedersen* fra begyndelsen af 1939<sup>1)</sup>, hvor han går ind for en stabilisering af obligationsrenten på længere sigt, så man undgår lunefulde kursbevægelser. »Nationalbanken bør se sin opgave i at forsyne folk med de penge, som er nødvendige til opretholdelse af beskæftigelsen med det lønniveau, vi nu engang har eller får«, men på den anden side skal renteniveauet være så højt, at »lønniveauet ikke drives op som følge af skarp konkurrence om arbejdskraften«. Reguleringen af betalingsbalancen og den økonomiske aktivitet på kortere sigt må ske ved andre midler end rentepolitikken. *Jørgen Pedersen* nævner importregulering, tilpasning af valutakurser, offentlige arbejder og andre finanspolitiske midler.

Dette forslag til en ændret arbejdsdeling mellem pengepolitik på den ene side og finanspolitik og valutapolitik på den anden blev dog ingenlunde fulgt op af praksis. Tværtimod oplevede vi i tiden fra krigsudbrudet i september 1939 til besættelsen den 9. april 1940 en meget drastisk anvendelse af pengepolitiske midler til regulering af betalingsbalancen og den indenlandske udvikling. Symbolsk for, hvad der senere kom til at ske i langt større stil, var det imidlertid, at man fra politisk side ikke accepterede de virkninger, som rentepolitikken fik for boligbyggeriet, men i løbet af vinteren 1939—40 søgte at holde dette i gang ved særlige ordninger<sup>2)</sup>. Nævnes

<sup>1)</sup> *Renteudviklingen i de senere år*, Nationaløkonomisk Tidsskrift 1939, side 1—20.

<sup>2)</sup> Jfr. lov af 26. februar 1940 om en lånefond for kortfristede prioritetslån, baseret på en af staten indskudt grundfond.

må det også, at boligstøttelovgivningen fra 1938 fik stigende betydning, ligesom statens udlånsvirksomhed i mellemkrigstiden skød nye skud inden for landbrugslovgivningen og på andre felter.

For foretningsbankerne var mellemkrigstiden en likvidationens og konsolideringens periode. Antallet af banker reduceredes, og den indbyrdes konkurrence svækkedes. Der førtes en forsigtig udlånspolitik, hvilket fremmede selvfinansieringen inden for erhvervslivet, og på indlånsiden fulgte man en fælles linie med hensyn til rentesatsernes højde, således at konkurrencen om indlånsmidler i stigende grad blev et spørgsmål om oprettelse af nye kontorsteder. Det var også tilfældet for sparekassernes vedkommende. Man møder her den samme udvikling som inden for produktion og omsætning af differentierede varer: aftagende priskonkurrence, men tiltagende anvendelse af omkostningsfordyrende konkurrenceformer. Vi ser da også, at rentemarginalen i pengeinstitutterne var stigende i sidste halvdel af 30'erne, og den senere udvikling har vist, at dette ikke var et forbigående fænomen, men har karakter af en strukturel forandring.

Jeg har nu i korte rids prøvet at karakterisere vort kreditmarked, som det var henholdsvis før den første verdenskrig og før den tyske besættelse. Nu er så spørgsmålet, hvor vi står i dag? Har udviklingen siden 1940 betydet en forlængelse af de linier, der aftegner sig ved sammenligningen mellem 1914 og 1939? Og hvilke perspektiver rummer den nuværende situation?

Det er stadig skik og brug at tale om et lands *renteniveau*. Vi konstaterer, at renteniveauet er steget siden 1950, eller at det danske renteniveau ligger højere end det svenske. Og spørger man os, hvad vi egentlig mener med renteniveauet, så svarer vi efter god gammel sædvane, at vi tænker på *den effektive rente for langfristede, børsnoterede obligationer*.

I en vis forstand er det også stadig berettiget at tænke på obligationsmarkedet som det fremherskende led i rentedannelsen her i landet. Rent kvantitativt stiller det sig sådan, at den cirkulerende obligationsmasse er ca. 13,8 milliarder kr., medens summen af bankernes indlån på bankbog og opsigelse og sparekassernes indlån er en smule over 9 milliarder. Obligationsmarkedet giver således stadig de største anbringelsesmuligheder. Dog er markedets relative betydning i denne henseende gået lidt tilbage i de senere år. Helt op til 1939 var obligationsmassen normalt henved dobbelt så stor som summen af de nævnte indlån.

Det er dog mindre væsentligt. Derimod er det af ikke ringe betydning, at obligationsmassens *sammensætning* har ændret sig i de senere år. Statsobligationerne betyder mere end før, nemlig nu godt 25 pct. af den samlede masse mod ca. 15 pct. lige før den sidste krig. I forbindelse hermed er der nu en langt større spredning over obligationer med forskellig løbetid. Der

vil naturligvis altid være et materiale af oprindeligt lange obligationer med kort eller mellemlang restløbetid, men hertil er nu kommet statspapirer med kort og mellemlang oprindelig løbetid og eventuelt med samlet indfrielse på et bestemt tidspunkt.

Under disse forhold bliver det i stigende grad tvivlsomt, hvad man egentlig skal forstå ved den gennemsnitlige effektive forrentning på obligationsmarkedet, og hvor meget man kan udlede af bevægelserne i et sådant gennemsnit. Opdeler man i kun tre hovedgrupper, får man eksempelvis, at den gennemsnitlige effektive forrentning i femåret maj 1947 til maj 1952 er steget 1,40 pct. for kreditforeningsobligationer, 1,70 pct. for hypotekerne og 2,11 pct. for statsobligationerne. Og inden for hver af disse grupper er der igen en vis spredning, både hvad niveauet og bevægelsen angår.

Afgørende er imidlertid, at den eller de gennemsnitsrenter eller typiske renter, som man mener at kunne karakterisere obligationsmarkedets niveau med, *ikke har samme værdi som indikator for hele samfundets renteniveau*, som de havde før i tiden. Mest udpræget gælder dette, når man ser spørgsmålet fra et låntagersynspunkt, men også fra den modsatte synsvinkel, det kapitalanbringende publikums, gælder det, at obligationernes effektive afkastning er mindre repræsentativ end i tidligere tid.

Dette sidste beror på, at pengeinstitutternes *indlånsrenter* ikke er så afhængige af obligationsrenten som før. Sparekasser og banker har ved aftaler lagt loft over deres indlånsrentesatser og derved styrket den modstand mod en tilpasning til et højere obligationsrenteniveau, som altid har gjort sig gældende på grund af de fleste pengeinstitutters instinktive uvilje mod bratte forandringer. Når denne politik har kunnet gennemføres, uden at indlånerne i stort tal er søgt over på obligationsmarkedet, kan det forklares ved flere forhold.

For det første spiller det en rolle, at obligationerne i så høj grad er blevet *spekulationspapirer*. Vil man sove godt nutildags, skal man sætte sine penge ind på sparekonti, vil man spise godt, kan man købe statsobligationer — og man fristes til at tilføje, at vil man opnå begge fordele, må man købe bankaktier.

For det andet søger både banker og sparekasser at fastholde deres indlånskunder ved *service*, smukt udstyrede og velbeliggende filialer, reklame og andre af de midler, som man i vore dage bruger inden for omsætningen af differentierede varer for at bortlede kundernes opmærksomhed fra selve prisen.

Og endelig har man ført rentedifferentieringen et skridt videre ved at indføre *konti med 9 måneders opsigelse* og give særlig høj rente her.

Et resultat af denne politik er, at bankernes *rentemargin* nu er betydeligt højere end før krigen. Således var forskellen mellem gennemsnitlig indlåns- og udlånsrente (ekscl. provision) i 1951 3,07 pct. mod 1,72 i 1931 og 2,25 i



1938. For sparekasserne genfindes denne udvikling, omend i svagere grad, idet marginalen i 30'erne lå ret konstant omkring 0,75 pct. og i året 1950/51 var vokset til 1,06 pct. (incl. provision). Den har dog sikkert, beregnet på denne måde, ligget en del højere i de to sidste år, hvor provisionsindtægterne har været forholdsvis store.

De stærke udsving i kurserne afholder ikke blot en del private sparere fra at investere i obligationer, men betyder også, at pengeinstitutterne må vise tilbageholdenhed. Problemet er jo af størst betydning for sparekasserne, der ligger med store fondsbeholdninger (pr. 31/3 1951 var det 31,9 pct. af samtlige aktiver). De nugældende regler for *opgørelse af obligationsbeholdningens statusværdi* går efter sparekasseloven ud på, at børsnoterede obligationer, som har været i kassens besiddelse i mere end et år, kan opgøres til et gennemsnit af højst 10 års kurser pr. 31. marts, dog ikke flere år, end sparekassen har ejet de pågældende papirer. Denne regel medfører afskrivninger af ret uberegneligt omfang og uden klar forbindelse hverken med kassens drift i det pågældende år eller med årets forskydninger i kurserne, og det er med god grund, at man fra sparekasseside har ytret ønske om en ændring i reglen.<sup>1)</sup>

Men selv om man gennemfører en sådan ændring, at en sparekasse ikke kan komme ud for væsentlige kursafskrivninger på de obligationer, man betragter som en varig investering, så er problemet der stadig, om obligationer er egnet som en *likviditetsreserve*, når de vitterligt svinger stærkt i kurs. Man kan sikkert gå ud fra, at de senere års begivenheder har gjort pengeinstitutterne mere forsigtige med at købe lange papirer, som de kan blive nødt til at realisere med tab. I de sidste fire år er sparekassernes obligationsbeholdning gået ned med 600 mill. kr., skønt deres indlån i samme periode er steget med 300 mill. kr.

Kurssvingningerne betyder således, at visse kundekredse bliver mere tilbageholdende med at købe, hvilket i det lange løb må betyde *en højere obligationsrente* i forhold til mere stabile anbringelsesformer, herunder ikke mindst indlån. De her skildrede forhold forklarer den ellers noget paradoksale kendsgerning, at indlånene er større i forhold til obligationsmassen end før i tiden på trods af, at indlånsrenten ligger lavere i forhold til obligationsrenten, end man har været vant til.

Vender vi os dernæst til udlånssiden, viser det sig, at obligationsrenten i endnu mindre grad kan betragtes som typisk for samfundets renteforhold som helhed. Det har først og fremmest, men ikke udelukkende, at gøre med, at *staten* i de senere år har udviklet sig til at blive vort største kreditinstitut. At det forholder sig således, er ganske vist lidt besværligt at bevise med klare tal. For medens man uden vanskelighed kan konstatere, hvor store

<sup>1)</sup> Jfr. Jens Toftegaard: *Om principper for den regnskabsmæssige værdiansættelse på fondsbeholdninger*, Sparekassetidende, 1953, nr. 1, s. 3 f.



udestående lån der findes i henholdsvis Østifternes Kreditforening, Landmandsbanken og Bikuben, så er det ingen lige sag at finde frem til et tal for statens totale udlån. Mon det ikke kunne være ganske nyttigt, om man prøvede på regnskabsmæssigt at udskille udlånsvirksomheden fra statens øvrige balance og opstille et samlet regnskab for statens og de forskellige statslåneorganers samlede kreditgivning. Måske har man et eller andet sted en sådan oversigt, men den findes i hvert fald ikke i Statistisk Årbog eller andre af de publikationer, som offentligheden er vant til at benytte sig af.

I mange tilfælde kan det vel være tvivlsomt, hvilke transaktioner der skal medregnes som statslige udlån, men en opgørelse vil formentlig vise, at det samlede beløb er omkring  $2\frac{1}{2}$  milliard og således overstiger Østifternes restgæld på  $2\frac{1}{4}$  milliard. Alene i 1952 er der ydet statslån for ca. 625 mill. kr., og afdrag på tidligere ydede lån vil ikke foreløbig betyde ret meget i forhold til disse store tal.

Det er udlånene i henhold til *byggestøttelovgivningen*, som i den aktuelle situation tiltrækker sig den største interesse. De betyder, at det område, der tidligere reagerede stærkest på ændringer i markedsrenten, nu er praktisk talt immunt over for sådanne ændringer. Ikke blot optages de store tredieprioriteter til faste renter omkring 2 pct., men i det statslånefinansierede byggeri får heller ikke renten for første og anden prioritet synderlig betydning for bygherren, fordi kurstabet på disse prioriteter kan indregnes i statslånet, og det samme gælder omkostningerne ved forrentningen af bankernes byggelån. Det vil sige, at ca. 90 pct. af vort samlede boligbyggeri i øjeblikket helt har mistet sin følsomhed for variationer i markedsrenten.

Obligationsrentens direkte indflydelse som udlånsregulator er da stort set begrænset til *erhvervslivets investering* i langtidsfinansieret byggeri og anlægsvirksomhed. Statistikken for 1952 viser klart, at der på disse områder er tale om en vis følsomhed. Reaktionen vil dog normalt ikke være så stærk, som den ville være i et ikke-statsstøttet boligbyggeri, idet rentabiliteten af nye landbrugsbygninger eller fabriksbygninger ofte vil rumme en betydeligt større margin end ved boligejendomme.

Også på dette felt bidrager statens udlånsvirksomhed i nogen grad til at svække markedsrentens virkninger. Jeg nævner i flæng en række eksempler som udstykningslovgivningen, lån til grundforbedring og landvinding, til opførelse af ajlebeholdere og ensilagebeholdere, til anskaffelse af fiskefartøjer og, som det nyeste skud på stammen, lovgivningen om udlån af Marshall-pengene, væsentlig til anlægsformål inden for erhvervslivet.

Nævnes kan også i denne sammenhæng, at der ydes statslån til en række sociale og kulturelle institutioner som børnehjem, opdragelsesanstalter, private skoler, højskoler, efterskoler, seminarier o.s.v i tilfælde, hvor den almindelige byggestøttelovgivning ikke kommer til anvendelse.

Alt i alt er det uomtvisteligt, at obligationsrentens direkte virkning på

lånetilbøjeligheden er stærkt reduceret. Et andet spørgsmål er så dens *indirekte* indflydelse, d.v.s. den virkning, som udøves ved, at de private pengeinstitutters *udlånsrenter* er afhængige af den effektive markedsrente.

Her er sammenhængen særlig tydelig for *sparekassernes* vedkommende. Deres udlån mod pant i fast ejendom og ikke mindst deres stærkt voksende udlån til kommuner finder sted til rentesatser, der i hovedsagen følger udviklingen på det åbne kapitalmarked. Dog er der hos adskillige af provinsens »spare- og lånekasser« en vis utilbøjelighed til at sætte udlånsrenten for højt op. Man foretrækker at betjene kassens naturlige kreds af udlånskunder på rimelige vilkår, og fristes låntagere uden for denne kreds af disse vilkår, har man jo altid den mulighed at nægte at yde lån til dem.

Den indirekte virkning, som den høje obligationsrente udøver via sparekassernes udlånsrente, bliver ikke mindst et spørgsmål om *kommunernes låntagning*. Sandsynligvis er dette lånebehov i adskillige tilfælde lidet følsomt for rentekravet. De kommunale investeringer, der skal finansieres, er ofte meget påtrængende og har måske måttet udsættes i årevis på grund af manglende materialebevilling eller lignende. Er der endelig givet grønt lys for byggeriet, vil man i almindelighed ikke udsætte dette endnu engang, fordi finansieringen i en kortere eller længere årrække kommer til at belaste skatleyderne med en hel eller halv procent mere i rente, end man egentlig havde regnet med. En anden sag er, at kommunernes anlægspolitik på lidt længere sigt ganske naturligt må tage renteniveauet i betragtning.

Drager man endelig *bankerne* ind i billedet, kan det være praktisk at skelne mellem to grupper af lån. Den ene omfatter *byggelån* og andre kreditter, som danner overgang til en langfristet finansiering. Her har rentens højde næppe nogen afgørende betydning. I de tilfælde, hvor den lange finansiering sker efter byggestøtteleven, kan som nævnt byggelånets rentekomkostninger indregnes i statslånet. I andre tilfælde bliver det selve den lange rente, der afskrækker, ikke bankrenten. Skal bankerne øve indflydelse på boligbyggeriets omfang, må det derfor i hovedsagen ske gennem kreditvægring.

Bankernes øvrige kreditgivning vil væsentlig bestå af *driftskredit* til erhvervslivet. Det hører med til renteteorien sikreste arvegods at mene, at denne kreditgivning ikke er særlig følsom over for renteændringer. Normalt er dette også rigtigt, selv om man nok kan vente en vis følsomhed i et år som 1952 med nærmest nedadgående prisforventninger, i hvert fald sammenlignet med et inflationsår som 1950. Rentens højde må jo altid ses i relation til de gældende udbytteforventninger, og det samme absolutte renteniveau virker ikke lige kontraktivt (eller ekspansivt) under opadgående og nedadgående konjunkturer.

Givet er, at bankernes væsentligste middel til at holde igen på stigningen i deres udlån i de sidste år så afgjort har været deres herredømme over,

hvem de har villet yde lån til og hvem ikke. Jeg siger med vilje »hvem« og ikke »hvad«. For ganske vist spiller de formål, hvortil der ønskes kredit, uden tvivl en rolle i bankernes overvejelser — ofte endda en betydelig rolle — men det afgørende moment synes normalt at være låntagerens kreditværdighed og evne til at stille fornøden sikkerhed — eller mere præcist udtrykt: det afgørende er bankledelsens opfattelse af disse forhold, hvilket nødvendigvis må stille faste kunder i en gunstigere position end andre.

På baggrund af disse betragtninger over det danske kreditmarkeds nuværende struktur skal der herefter siges lidt om udviklingen og den førte pengepolitik siden 1950. Den effektive rente for Østifternes åbne 4 pct. serie lå i første halvår 1950 omkring 4,4 pct., men siden december samme år har den uafbrudt ligget over 5 pct. og i de fleste måneder over 5,5 pct. For statsobligationer har udsvingene været endnu større, og deres effektive rente i 1951 og 1952 har været omkring 6 pct. Da kurserne var lavest i efteråret 1951, var man ikke langt fra at tangere alle tiders bundrekord fra november 1920, og man var nede på samme lave niveau som i vintrene 1924—25, 1931—32 og 1939—40.

Er der nu nogen mening i at hævde, at *det danske samfunds renteniveau som helhed* har ligget lige så højt i de sidste halvtredie år som i de fire perioder, jeg her nævner til sammenligning? Det er der åbenbart ikke. Det fremgår ganske simpelt af statistikken for byggeri og beskæftigelse. I alle de fire nævnte situationer gav den høje obligationsrente hurtigt anledning til en voldsom nedgang i byggevirksomheden og en dertil svarende stigning i arbejdsløshedsprocenten, navnlig i byggeindustrierne og for arbejdsmændene. Lignende kraftige virkninger har ikke vist sig denne gang — og det på trods af, at de lave kurser ikke har været begrænset til nogle måneders varighed, men har holdt sig i over to år.

Selve denne *varighedsrekord* lader sig naturligvis kun forklare netop ved den kendsgerning, at virkningerne er så langt svagere, end de ville have været før i tiden. Var byggeriet gået i stå og arbejdsløsheden steget til førkrigshøjder, skulle man snart have fået kurserne bragt i vejret.

Det er således temmelig misvisende at tage stigningen i de effektive obligationsrenter som udtryk for de effektive renter i samfundet som helhed. Hvad der er sket siden 1950 forklares rigtigere som en kombination af to forandringer, nemlig dels en gruppe forskydninger inden for rentestrukturen, og dels en vis kvantitativ stramning af kreditgivningen i pengeinstitutterne.

De ændringer, som er sket i *rentestrukturen*, er ikke alle i opadgående retning. Boligbyggeri, der ikke ønskes underkastet de for almindelige statslån gældende betingelser, fik således i foråret 1952 mulighed for at få en

tredeprioritet af staten uden administrativt besvær og til betydeligt lavere rente, end en sådan prioritet ellers ville koste. Investeringer, der kan få Marshalllån, er også billigere i dag end for tre år siden, da disse lån ikke eksisterede.

Det er dog undtagelser. Derimod er der store områder af kreditmarkedet, hvor renten har ligget helt eller så godt som *fast* i disse år, herunder først og fremmest byggestøttelånene og de fleste af statens øvrige udlånsformer. Og endelig er der tale om større eller mindre *rentestigninger* for de investeringer, der ikke hører til de privilegerede. Vil man overhovedet bruge et begreb som den gennemsnitlige rentestigning, så vil en beregning med en fornuftig vægtgivning efter investeringens omfang formentlig vise, at stigningen *set fra et låntagersynspunkt* har været af ret beskeden størrelsesorden. I hvert fald er det misvisende, hvis man f. eks. sammenligner renteudviklingen i Danmark og i andre lande alene på basis af den effektive obligationsrente.

Set fra *kapitalejernes synspunkt* er rentestigningen en smule større, svarende til stigningen i statens rentetilskud. I modsat retning virker dog, at pengeinstitutterne formentlig har haft en lidt højere rentemargin i 1952 end f. eks. i 1949.

Alt i alt er den samlede virkning af den del af pengepolitikken, der ytrer sig som ændringer i rentestrukturen, at der er fremkaldt en vis nedgang i de rentefølsomme, ikke-privilegerede investeringer, både absolut og i særdeleshed relativt til de privilegerede og til dem, der ikke påvirkes af rentekravet. Hertil kan føjes visse forskydninger i *indkomstfordelingen* til fordel for de passive kapitalejere og en tendens til større *skattebehov* hos staten til dækning af rentetilskudet. Det sidste vil i de kommende år få stigende betydning.

Det kan ikke bestrides, at disse virkninger i beskeden udstrækning bidrager til at hæmme den økonomiske aktivitet og præmiere opsparingslysten og således dæmpe et inflationspres eller hindre det i at opstå. Men det forekommer mig unægtelig, at der over for disse fordele står *uforholdsmæssigt store ulemper*. Det er et ret tilfældigt udsnit af investeringerne, der generes af den høje markedsrente, og disse investeringer har tilmed måttet lide under forskelsbehandlingen i en urimelig lang periode.

Hvis rentepolitikken var et mål i sig selv, lod den sig derfor næppe forsvare. Men sagens kerne er vel, at den høje obligationsrente ikke er et primært mål, men snarere *et biprodukt af en pengepolitik, der i første række sigter mod at regulere pengemængden i samfundet*.

Med al ønskelig tydelighed er denne målsætning formuleret i nationalbankens skrivelse til handelsministeren af 23. august 1951. Det hedder i dette dokument, der er aftrykt som bilag til bankens beretning og regnskab for 1951, at nationalbanken er villig til at genoptage den siden oktober 1950

afbrudte genbelåning af byggelån, men kun på betingelse af, at der ikke finder nogen udvidelse sted af den samlede pengeforsyning, hvorved man forstår summen af nationalbankens seddelomløb, bankernes indestående på folio i nationalbanken og beløbet af udestående skatkammerbeviser. Det siges videre, at »skulle den samlede pengeforsyning vise stigning — eller mindre nedgang end den, et eventuelt valutaunderskud i sig selv medfører — vil nationalbanken dog være villig til at fortsætte genbelåningen, dersom finansministeriet udsteder statsobligationer i et sådant omfang og på sådanne vilkår, at der gennem salg i markedet af disse obligationer tilvejebringes den fornødne opsugning.«

Skønt der her kategorisk tales om, at pengemængden ikke må stige, har man i praksis affundet sig med, at den i 1952 er steget i samme takt, som *valutastillingen* er forbedret, d.v.s. med ca. 300 mill. kr. Hvad dette punkt angår, er øjeblikkets pengepolitik således i god overensstemmelse med ortodokse principper helt fra liberalismens og guldfodens dage. Det paradoksale er blot, at disse principper nu praktiseres under helt andre strukturelle forudsætninger end dem, der forelå i hine dage.

Man må ikke glemme, at når kvantitetsteorien i sin tid satte pengemængden i umiddelbar årsagsforbindelse med prisniveau og produktionsvolumen, så var baggrunden den, at samfundets renteniveau i sin helhed varierede med pengemængden, og at renteforandringerne ikke behøvede at blive ret store for at fremkalde en tilpasning af betalingsbalancen via ændring af udenlandske kreditter. Den sidste forudsætning var ikke opfyldt i mellemkrigstiden, men endnu dengang var renteforandringerne dog af betydelig effektivitet over for den indenlandske investering og kunne ad denne vej tilpasse valutabalancen, omend ikke uden smertelige virkninger i form af svingende beskæftigelse og byggevirksomhed.

Nu er heller ikke denne effektivitet til stede mere, hvilket vil sige, at man ikke kan have noget berettiget håb om at kunne styre valutaudviklingen ad rentepolitisk vej. Tilbage er imidlertid stadig den udvej, at en begrænsning af pengemængden kan føre til *en strengere kreditrationering* fra bankernes side og derigennem reducere investeringsvirksomheden og måske konsumet.

Formålet med det store udbud af statsobligationer behøver altså ikke at være at holde renten oppe, men hensigten kan i stedet være at holde bankernes kasser nede og således tvinge dem til en tilbageholdende udlånspolitik. Virkeliggørelsen af dette formål lettes ved, at bankerne — og i særlig grad de store banker — synes at foretrække at ligge med relativt større kassebeholdninger end før i tiden. I 20'erne var bankernes kassebeholdninger i pengeknappe perioder kun omkring 4 pct. af de samlede indlån, i 30'erne steg procenten til 7—8, men i de senere år har den ligget omkring 15.

Denne stigning kan i begrænset udstrækning forklares ved, at en lidt

større andel af de samlede indlån nutildags er på forretningskonti (folio og kontokurant). Men hovedforklaringen er formentlig bankernes forsigtige holdning og deres ønske om at kunne klare sig i pengeknappe tider uden at lide tab på at realisere værdipapirer — og uden at gå til nationalbanken efter hjælp. På den anden side har ønsket om større kasse kun kunnet gennemføres i kraft af de ændrede konkurrenceformer, der har tilladt større rentemarginal og mere udstrakt anvendelse af kreditbegrænsning.

For så vidt har nationalbank og forretningsbanker altså ikke svært ved at finde hinanden, når det gælder en begrænsning af pengemængden ved en kreditrationering fra bankernes side. Spørgsmålet er imidlertid, hvor rationel metoden er fra et samfundsmæssigt synspunkt. Den synes at have nogenlunde *de samme fordele og fejl som andre restriktioner*. Den gør det muligt at tage individuelle hensyn, men der er en risiko for, at disse hensyn kommer bankernes gamle kunder til gode i uforholdsmæssigt omfang, medens det bliver urimeligt svært at skaffe fornøden kredit til finansiering af nyt initiativ.

Alt i alt nødes man derfor til at konstatere, at der er et iøjnefaldende misforhold mellem de opgaver, der stadig synes at være pålagt pengepolitikken, og de muligheder, den har for at løse opgaverne på baggrund af vort kreditmarkeds nuværende struktur. I erkendelse heraf har nationalbanken i sine to sidste årsberetninger advaret mod, at man gennem en ineffektiv finanspolitik lagde større byrder på pengepolitikken end ønskeligt, og nationalbankdirektør Sv. Nielsen gav i sin tale for nylig denne betragtning form af konkrete forslag til en forbrugsbegrænsende omsætningsafgift og til en huslejeudligning, der i nogen grad kunne aflaste statens långivning til boligbyggeri og de dertil knyttede emissioner af statspapirer.

Det er et tidens tegn, at en nationalbankdirektør vil løse problemerne ved skatter. Det svarer for så vidt til, at finansministrene i tidligere tid som regel henviste til diskontoen. Men desværre tager det betydelig længere tid at gennemføre omfattende og på forhånd omstridte skatteændringer end at træffe rent bankpolitiske foranstaltninger. Og den politiske situation netop nu giver intet grundlag for at vente nogen hurtig behandling fra finanspolitisk side. I bedste fald vil disse spørgsmål blive taget op til behandling på Rigsdagen næste vinter, og resultatet af denne behandling vil være særdeles usikkert.

I mellemtiden fortsætter den uheldige udvikling, vi er inde i. Man må regne med, at statens finansieringsbehov vil være større i 1953, end det var i fjor, og at det måske vil stige yderligere i 1954. Skal behovet fuldt ud dækkes ved lån på markedet, er der grund til at frygte, at kurserne vil blive trykket længere ned, end de er for øjeblikket. Ganske vist har markedet uden for pengeinstitutterne vist en meget betydelig evne til at optage obligationer i 1952, idet kurserne er steget en smule, skønt markedet (i den



nysnævnte betydning) har måttet optage omkring 700 mill. kr. netto : børsnoterede papirer mod kun ca. 450 mill. kr. i 1951 og ca. 150 mill. i de to forudgående år. Denne store købelyst hænger dog sikkert sammen med, at man under henvisning til den stigende valutareserve har ventet kursstigning. Disse forventninger kan formentlig ikke skuffes i det uendelige, uden at der kommer en reaktion i form af afsvækket efterspørgsel.

Det vil være yderst uheldigt, hvis det nuværende kursniveau skal holdes i årevis, endsige presses endnu længere ned. På den anden side er det et spørgsmål, om man uden særlige foranstaltninger kan begrænse statens låntagning så meget, at kurserne stiger, eftersom dette vil betyde en væsentlig stigning i likviditeten i tilgift til den, der kommer via en eventuelt fortsat opgang i valutareserven.

Nu er naturligvis pengemængden ikke noget helligt tal, som man absolut skal holde konstant. Bliver kontraktive tendenser mere udprægede i den kommende tid, samtidig med at valutastillingen fortsat forbedres, kan man uden risiko lade likviditeten vokse. Men det er vel nok så rimeligt at antage, at tendensen i den nærmeste fremtid snarest bliver en smule opadgående, hvad aktivitet og beskæftigelse angår. Jeg skal ikke uddybe dette spørgsmål nærmere, men går i det følgende ud fra, at der i hvert fald ikke bliver tale om nogen væsentlig nedgang i aktiviteten, og at valutastillingen ikke bliver gunstig nok til at tillade en ekspansiv kreditpolitik for at forøge aktiviteten væsentligt.

Under denne forudsætning kan man næppe lade sig nøje med at vente på skatteforhøjelser, der højst sandsynligt aldrig kommer, men man må spørge, om der ikke står pengepolitiske midler til rådighed, som i nogen måde kan afhjælpe det foreliggende dilemma uden at kræve en særlig lovgivning på et så ømtåleligt felt som det skattepolitiske.

Som en første mulighed kunne man her diskutere genindførelsen af *kassebindingsregler*. Ganske vist er dette middel i Danmark kun brugt under besættelsestidens helt ekstraordinære forhold, men andetsteds har det fundet anvendelse også under mere normale tilstande. Måske er kassebinding nærmest et uartigt ord i bankkredse. Det er jo menneskeligt, at man er mere glad for de restriktioner, man selv praktiserer, end for dem, man rammes af. Og jeg erkender gerne, at sådanne regler kan virke meget usmidigt og sikkert er ret vanskelige at administrere, så længe en likviditetsforbedring trods alt er af forholdsvis begrænset størrelsesorden og derfor ikke har slået lige stærkt igennem i alle banker.

Men måske lod det ønskede resultat sig opnå ved en mindre formel fremgangsmåde uden statsmagtens indblanding. Hvis de private banker deler nationalbankens opfattelse med hensyn til betænkeligheden ved en kreditudvidelse — og det indtryk får man af hovedbankernes beretninger — skulle det synes nærliggende, at de to parter indgik en *overenskomst* om begrænsning af udlånsvirksomheden. Skulle der være en eller anden



lille mistelten, der ikke lod sig tage i ed, var det vel ingen ulykke, når blot alle større pengeinstitutter var med i aftalen.

I Sverige har man, efter hvad jeg har forstået, en sådan i formen frivillig overenskomst med forretningsbankerne om en begrænsning af deres kreditgivning, og det synes, som om de svenske banker har affundet sig med denne ordning, blandt andet fordi den bidrager til at hævde riksbankens og det øvrige bankvæsens selvstændige stilling over for statsmagten.

Jeg tør ikke sige, hvor let eller svært det vil være her i landet at gennemføre en sådan ordning. Og givet er, at den — ganske som kassebindingsregler — vil bidrage til, at bankernes kreditrationering får endnu større betydning end i øjeblikket. Der er derfor grund til at nævne endnu en mulighed, som endda synes ret naturlig, når det gælder om på samme tid at udstede færre statsobligationer og båndlægge overflødig banklikviditet. Jeg tænker på, at staten kan financiere en del af sin udlånsvirksomhed *via bankerne* i stedet for over obligationsmarkedet. Indirekte sker dette allerede i den udstrækning, hvori pengeinstitutterne køber skatkammerbeviser eller statsobligationer. Men metoden kunne udvides og sættes i system ved en aftale mellem finansministeriet og pengeinstitutterne, så man ikke gik vejen over det almindelige kapitalmarked.

Måske vil pengeinstitutterne sige, at når vi nu endelig har fået frie pengeforhold tilbage, vil man ikke straks gå ind under nye regler eller aftaler. Men sagen er, at friheden i et interventionistisk samfund altid må være begrænset. Valget står ikke mellem frihed og tvang, men spørgsmålet drejer sig om, på hvilke punkter friheden skal begrænses, og i hvilke former det skal gøres. Selv et »liberalt« middel som kreditpolitikken bliver nødvendigvis interventionistisk i det moderne samfund, og det er ikke blot statens, men også pengeinstitutternes politik, der trænger til en »liberalisering«.

Jeg skal lade det forblive ved disse antydninger, da jeg ikke har opfattet det som min vigtigste opgave i aften at skrive recept på en medicin, der kan kurere den øjeblikkelige hovedpine. Det er mere de principielle forhold og synspunkter, jeg særligt har søgt at fremdrage. Her er situationen i øjeblikket den, at nationalbanken uden tøven placerer ansvaret for den lidet rationelle pengepolitik hos statsmagten. Hertil vil den sikkert finde tilslutning hos de private pengeinstitutter og i de ledende kredse inden for erhvervslivet. Til gengæld har man fra politisk side gjort den opfattelse gældende, at statens voksende udlånsvirksomhed og de problemer, den rejser, ikke mindst har sin baggrund i, at de private pengeinstitutter i de senere år har forsømt at løse deres samfunds- og erhvervsmæssige opgaver på tilfredsstillende måde og ikke har formået at skabe et nyt initiativ, der kunne have gjort en del af statens virksomhed overflødig.

Det forekommer mig, at disse modsatte synspunkter burde underkastes

en nærmere analyse, f. eks. i en dertil udpeget kommission, med det formål at nå frem til et mere konstruktivt samarbejde og en mere hensigtsmæssig arbejdsdeling mellem statsmagt og pengeinstitutter. I stedet er de to parter i sagen for øjeblikket nærmest beskæftiget med at kaste sten på hinanden. Man mindes Mark Twains historie om de unge mennesker, der fandt på en ny og spændende leg. De kastede en bombe til hinanden, og den af dem, der holdt bomben, når den eksploderede, havde tabt. — Hvem der taber den pengepolitiske duel herhjemme, skal jeg ikke spå om. Sikkert er det dog, at den uskyldige tilskuer, det øvrige samfund, er i stor fare for at blive alvorligt ramt, hvis legen fortsætter ret længe.