

FINANSIERINGEN AF INVESTERINGERNE¹⁾

AF VIGGO KAMPMANN

Jeg skal forsøge at give udtryk for nogle af de refleksioner, som efter min mening kan fremsættes på baggrund af den aktuelle situation, først og fremmest i forbindelse med kreditstramningen, som vi jo alle — det går jeg da ud fra — meget gerne vil ud af igen. Kreditstramningen har aktualiseret en række problemer vedrørende finansieringen af både de offentlige og de private investeringer. Disse problemer er også til stede, når vi ikke har en så kraftig kreditstramning. Men de melder sig med betydelig større styrke i den nuværende situation. Derfor kan det være rimeligt nu at tage dem op til drøftelse og overveje, hvilken politik vi må føre fremover for, hvis det er os muligt, ved forenede kræfter fremtidig at undgå sådanne kreditstramninger.

Jeg vil her pege på tre problemer, som kommer særlig stærkt frem i den nuværende situation, men som også har været til stede under mere normale forhold. For det første den strukturelle tendens, der øjensynlig er til stede i dansk økonomi, til at opsparingen ikke rigtigt følger med de store investeringsønsker, som vi alle har. I daglig tale vil man sige, at vi har for lille opsparing herhjemme, og det er vel nok en af de væsentlige ting, der ligger bag de valutavanskeligheder, som igen har meldt sig i den senere tid.

Det andet problem er en følge heraf. Det bliver mere åbenbart, at konkurrencen på lånemarkedet bliver meget større. Vi hører jo klageråbene fra landbruget, vi hører dem fra industrien, fra byggeriet, og vi har også her i foreningen — gennem sekretariatschef Schmidts foredrag — fået lidt at vide om de vanskeligheder, der er indenfor trafiksektoren med hensyn til finansieringen af de store investeringsønsker.

For det tredje vil jeg endelig pege på et problem, som også har været diskuteret før, men som bliver særlig fremtrædende i den nuværende situation: Den stærke konkurrence trækker lånemidlerne bort fra de risikobetonede investeringer, således at hele denne vigtige del af lånemarkedet næsten forsvinder. Mulighederne for, at nye virksomheder kan startes, eller, for måske at sige det mere præcist, nye, men ofte risikofyldte produktioner kan tages op, bliver bremset meget stærkt.

¹⁾ Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 7. december 1954.

FINANSIERINGEN AF INVESTERINGERNE¹⁾

AF VIGGO KAMPMANN

Jeg skal forsøge at give udtryk for nogle af de refleksioner, som efter min mening kan fremsættes på baggrund af den aktuelle situation, først og fremmest i forbindelse med kreditstramningen, som vi jo alle — det går jeg da ud fra — meget gerne vil ud af igen. Kreditstramningen har aktualiseret en række problemer vedrørende finansieringen af både de offentlige og de private investeringer. Disse problemer er også til stede, når vi ikke har en så kraftig kreditstramning. Men de melder sig med betydelig større styrke i den nuværende situation. Derfor kan det være rimeligt nu at tage dem op til drøftelse og overveje, hvilken politik vi må føre fremover for, hvis det er os muligt, ved forenede kræfter fremtidig at undgå sådanne kreditstramninger.

Jeg vil her pege på tre problemer, som kommer særlig stærkt frem i den nuværende situation, men som også har været til stede under mere normale forhold. For det første den strukturelle tendens, der øjensynlig er til stede i dansk økonomi, til at opsparingen ikke rigtigt følger med de store investeringsønsker, som vi alle har. I daglig tale vil man sige, at vi har for lille opsparing herhjemme, og det er vel nok en af de væsentlige ting, der ligger bag de valutavanskeligheder, som igen har meldt sig i den senere tid.

Det andet problem er en følge heraf. Det bliver mere åbenbart, at konkurrencen på lånemarkedet bliver meget større. Vi hører jo klageråbene fra landbruget, vi hører dem fra industrien, fra byggeriet, og vi har også her i foreningen — gennem sekretariatschef Schmidts foredrag — fået lidt at vide om de vanskeligheder, der er indenfor trafiksektoren med hensyn til finansieringen af de store investeringsønsker.

For det tredje vil jeg endelig pege på et problem, som også har været diskuteret før, men som bliver særlig fremtrædende i den nuværende situation: Den stærke konkurrence trækker lånemidlerne bort fra de risikobetonede investeringer, således at hele denne vigtige del af lånemarkedet næsten forsvinder. Mulighederne for, at nye virksomheder kan startes, eller, for måske at sige det mere præcist, nye, men ofte risikofyldte produktioner kan tages op, bliver bremset meget stærkt.

¹⁾ Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 7. december 1954.

Problemet er så: Kan nogle af disse vanskeligheder overvindes ved specielle forholdsregler? Vi fik for et par år siden nedsat en såkaldt realkreditkommission, og mange nærer sikkert forestillinger om, at man gennem ændringer af realkredit og kapitalmarkedet kan mildne kreditstrammingen. Sådanne tanker er nylig fremført af min forgænger, Thorkil Kristensen, og iøvrigt også af formanden for kommissionen, folketingsmand Thestrup. Man har ment, at hvis man kunne blive færdig i realkreditkommissionen og få gennemført nogle af de forholdsregler, som man drøfter der, og som jeg iøvrigt — det må jeg sige med det samme — ikke har noget nærmere kendskab til, kunne kreditsituationen lattes.

Her over for vil jeg rejse det spørgsmål, om det, der i virkeligheden tiltrænges, ikke er en mere generel løsning af problemet, således at investeringsønskerne tilpasses til opsparingens størrelse. Dette skulle ikke udelukke, at man samtidig gennem en ændret organisation af kapitalmarkedet også kan få en bedre prioritering af de forskellige investeringsønsker. Men hvis vi skal have en mere dybtgående løsning af problemerne, må det efter min mening være over den generelle økonomiske politik. Dette er det hovedsynspunkt, som jeg i det følgende vil forfægte.

Når man skal tale om investeringerne og deres finansiering, kan det være rimeligt at begynde med at gøre klart, hvor store de offentlige og de private investeringer er, og i hvilket omfang de finansieres med henholdsvis offentlige- og private midler.

De samlede bruttoinvesteringer her i landet androg i 1953 omkring $7\frac{1}{2}$ — 8 milliarder kr. Heri er bl. a. også medregnet investeringerne i personbiler. Af dette beløb vil jeg skønne, at lidt over halvanden milliard — eller med andre ord ca. en femtedel af investeringerne — omfatter offentlige investeringer, d. v. s. både statens, kommunernes og en del koncessionerede foretagenders investeringer. Jeg må med det samme gøre opmærksom på, at jeg ikke i dette beløb har medtaget den del af boligbyggeriet, som staten finansierer.

De samlede bruttoinvesteringer på $7\frac{1}{2}$ milliard kr. fordeler sig med godt $2\frac{1}{2}$ milliard kr. på byggeriet, 1 milliard kr. på anlægsvirksomhed og ca. 4 milliarder kr. på investeringer i maskiner, trafikmidler o. s. v. Indenfor byggeriet er kun ca. 500 mill. kr. — undskyld jeg siger »kun« — offentlige investeringer, medens ca. 800 mill. kr. falder på boligbyggeriet. Man kan måske med nogen ret i dag diskutere, om der her er tale om offentlig eller privat investering. Af de 800 mill. kr. er vel ca. halvdelen offentligt finansieret og resten privat finansieret. Af anlægsarbejder på en milliard kroner falder næsten det hele på det offentlige, medens kun en meget lille del af de store investeringer i maskiner og trafikmidler — et par hundrede millioner kroner — falder på det offentlige.

Jeg vil være så dristig at sige, at finansieringen af reinvesteringerne sker over afskrivninger. Det er altså ikke noget, man låner penge til. Af nyinve-

steringerne vil jeg skønne, at omkring halvdelen også selvfinansieres. Det vil for private virksomheder sige, at de finansieres af årets overskud. For en væsentlig del sker det ved den opsparing, der foregår indenfor aktieselskaberne. Men meget store beløb fremkommer også ved, at landbrugere, industridrivende og håndværkere ud af deres indkomst foretager mindre investeringer. Den finansiering, der sker over kapitalmarkedet, andrager alt ialt kun et par milliarder kroner.

Det jeg først og fremmest vil understrege her i aften er, at selve kapitalmarkedet altså kun formidler finansieringen af ca. en fjerdedel af den samlede bruttoinvestering. Det er her, konkurrencen melder sig. Det viser sig, at staten i 1953 har lagt beslag på 600 mill. kr. af de 2 milliarder, kommunerne et par hundrede millioner kroner, kredit- og hypotekforeningerne 300 mill. kr., aktieemissioner et par hundrede millioner kroner, og så er der en stigning i bankers og sparekassers udlån på 6—700 mill. kr.

Skal vi nu prøve at karakterisere det, der finder sted, dels når man beslutter sig til investeringer, og dels når man prøver at få finansieret disse investeringer, kan man på baggrund af disse korte oplysninger om investeringernes sammensætning opstille et par hovedpunkter. For det første må vi slå fast, at en ret betydelig del af investeringerne her i landet er politisk eller traditionelt bestemt. Det jeg tænker på her, er ikke alene de investeringer, som staten og kommunerne foretager, men også en del af investeringerne indenfor de koncessionerede selskaber. Det er ligesom man indenfor alle disse institutioner, som dette begreb dækker: statsbanerne, postvæsenet, telefonselskaberne, havnene o. s. v., har opfattelse i retning af, at har man ønsker for en årrække fremover, kan man med en vis rimelighed kræve, at disse ønsker opfyldes år for år. Der foregår naturligvis en kamp og — det er ikke ubekendt — i øjeblikket en ret hård kamp mellem institutionerne og forskellige centrale myndigheder om, i hvilket omfang ønskerne skal opfyldes. Det, der imidlertid er karakteristisk for denne kamp, er, at den til en vis grad kan sammenlignes med det, der foregår mellem arbejdere og arbejdsgivere, når de kæmper om lønnen. Udfaldet beror på, hvem der kan sige nej længst muligt, indtil man bliver enig om at mødes et sted på den ene eller den anden side af midten, og afgørelsen træffes ikke ud fra økonomisk relevante kriterier. Man får såvel i stat som i kommuner, efterhånden som budgetterne bygges op, et samlet udtryk for de ønsker, der er tale om, og først på det tidspunkt, hvor man har det samlede tal, bliver det den centrale finansielle myndigheds opgave at se på, om det nu er muligt at imødekomme alle disse ønsker.

Jeg har villet gøre denne bemærkning for straks at understrege, hvor stor en del af vore investeringsønsker, der opstilles og afgøres uden altfor megen tilknytning til økonomiske ræsonnementer — hvori ikke skal ligge, at der ikke bagved trods alt måske ligger visse overvejelser af denne art.

Om den anden gruppe, altså de investeringer, der fortrinsvis foregår ved

hjælp af selvfinansiering, vil jeg påpege, at den samme interessekonflikt, som er til stede indenfor stat og kommuner, sikkert også forefindes i mange større foretagender. Man har et vist overskud, og når man er blevet enig om, hvor lidt man kan være bekendt at give aktionærene — det er nemlig, såvidt jeg kan skønne, den måde, det foregår på efterhånden — diskuterer man: hvad skal vi gøre ved resten, og det er klart, at man almindeligvis bedst kan holde aktionærernes andel nede, hvis man kan opstille forskellige investeringsmuligheder (særlig indenfor foretagendet), som man kan sige er nødvendige for dette foretagende. Hvis man altså kan sige: Det er nødvendigt for dette foretagendes trivsel, at der foretages de og de investeringer, er det ligesom man står stærkt overfor både aktionærene, bestyrelsen og overfor megen kritik udefra, for så foretager man jo en investering.

Efter min mening er der mange foretagender her i landet, hvor man på samme måde som for statsinstitutioner kan sige, at det ikke alene er økonomiske ræsonnementer, der er afgørende for, om man foretager en investering eller ej. Dette må ikke forstås på den måde, at jeg ikke mener, at økonomiske ræsonnementer i langt højere grad gør sig gældende i disse tilfælde end i de før nævnte, men min tanke er, at en virksomhed måske engang imellem skulle overveje, om den ikke skulle lade være med at investere mere i selve virksomheden og måske i stedet anbringe pengene enten på kapitalmarkedet eller i andre produktioner. Medens det første måske er relativt let at opnå, — obligationerne kan købes til en god kurs for tiden — vil det sikkert støde på stor modstand og kræve megen overtalelsesevne at få en iøvrigt indarbejdet virksomhed til at tage initiativet til at anbringe midlerne i start af en ny virksomhed.

Dette betyder, at af de penge, der kommer ud på kapitalmarkedet, er der ikke mange, som går til egentlige nye investeringer, investeringer i ny produktion. Det viser sig jo i praksis, at både med hensyn til bank- og sparekasselån og ved aktieemission er det de gamle virksomheder eller de indarbejdede virksomheder, som har fortrinsret. Når jeg siger dette, er det egentlig ikke for at rette nogen alvorlig kritik mod den bank eller sparekasse, der foretager udlånet, heller ikke imod, at den mand, der vil anbringe sine penge i aktier, hellere vil anbringe dem i aktier i et firma, der udvider, end i et helt nystartet selskab. Dette er helt rimeligt, idet der er større sikkerhed ved sådanne placeringer. Men det betyder, at statens og kommunernes og de ældre virksomheders ret store lånebehov skal opfyldes, før andre kan komme til at disponere selv over den del af kapitalen, der melder sig på lånemarkedet.

Efter denne korte gennemgang af, hvordan forholdene er i øjeblikket, og hvad der særlig er trang til i øjeblikket, skal jeg gå over til at drøfte, i hvilket omfang man gennem den generelle økonomiske politik fra statens

side kan mildne på disse ting og der både komme ind på generalle problemer og også hen mod slutningen af mit indlæg på mere specielle forhold.

Det er kendt, at problemstillingen i øjeblikket er: Hvordan kan vi igen komme over i lempeligere kreditforhold? Fra regeringens side er der peget på, at den vej, man må gå, er en stærkere finanspolitik, eller med andre ord: Man skal tilstræbe et øget overskud på statsbudgettet, således at mulighed for at lette kreditten igen skulle være til stede, når valutasituationen har forbedret sig. Det, der altså foreløbigt er fornødent, er at stramme statsfinanserne. Man kan spørge: Når vi mødes af vanskeligheder fra fra udlandet eller herhjemme fra, er det da på længere sigt heldigst, at prøve at regulere over investeringerne eller over forbruget, eller med andre ord, skal vi bruge pengepolitikken eller finanspolitikken. Vi har hidtil brugt pengepolitikken, det har vi været nødt til. Vi bør nu overveje, om vi ikke i langt højere grad også på længere sigt skal bruge finanspolitikken til at stile mod mere stabile investeringer og lidt mere varierende forbrug i det omfang, det er muligt.

Til gunst for de stabile investeringer vil jeg gerne have lov at fremhæve, at disse giver større mulighed for stabil produktion og beskæftigelse og i hvert fald større mulighed for en fordeling af byrderne på bred basis. Det er to ting, der hænger sammen. Jeg kan også sige det på den måde, at det giver større mulighed for hurtigere at stabilisere valutabalancen. Der er vel ikke tvivl om, at bevægeligheden mellem forbrugssektoren og eksporten er betydelig større end bevægeligheden mellem investeringssektoren og eksporten, og netop dette må tale for, at vi sætter ind overfor forbruget. Desto hurtigere skulle det være muligt også at få nogle virkninger med hensyn til eksporten og valutasituationen.

Men hertil kommer hensynet til det, som i daglig tale kaldes byggerytmen. Det er meget ubehageligt at variere investeringerne stærkt. Kapitalgoderne skal jo ikke alene stå længe, men de produceres også over ret lange tidsrum. Det gælder ikke mindst bygningerne. Derfor kan de variationer, man får i investeringerne, særlig den del af investeringerne, som hedder bygge- og anlægssektoren, blive meget voldsomme. Det har vi tidligere erfaret, og vi vil gerne undgå det i fremtiden.

Endelig tror jeg, at det, hvis man fra statens side i den almindelige politik skal søge at regulere de økonomiske faktorer, vil være lidt lettere og hurtigere at overskue de reguleringer både i op- og nedadgående retning, man indfører over forbruget, end dem, der rammer investeringerne.

Medens der således skulle kunne anføres både gode økonomiske og gode sociale argumenter for at vælge de stabile investeringers vej, er jeg fuldstændig klar over, at der også er en række økonomiske vanskeligheder ved at gå denne vej. Jeg kan for det første pege på, at den tekniske udvikling

har haft en vis tilbøjelighed til at skabe investeringsbølger, navnlig på længere sigt, men vel også på noget kortere sigt. Vi må tage hensyn til, at de investeringer, som vil melde sig, måske ikke i de første 10 år, men i perioden derefter, sikkert vil være meget kapitalkrævende. Mine tilhørere har måske i bladene set diskussionerne om, hvad det vil koste at lave en reaktor, et atomværk. Blot noget så simpelt som et prøveanlæg koster 40—50 mill. kr., og et anlæg, der skulle erstatte et elektricitetsværk, koster ca. 250 mill. kr. Det er ikke sikkert, at en sådan investering på et eller andet tidspunkt vil være økonomisk relevant, men det er i alt fald ganske givet, at det vil kræve en meget større opsparingsindsats, hvis man skal bevæge sig over til en sådan teknik. Derfor må vi se i øjnene, at det, vi kan komme ud for, ikke er stabil investering, men ligefrem stigende investering.

En anden økonomisk vanskelighed er, at man naturligvis ikke kan holde investeringerne fuldstændig stabile, hvis man varierer forbruget. Det er klart, at der går en påvirkning fra forbruget til investeringerne også på kortere sigt. Men skulle variationerne i forbruget betyde variationer i den private investering, kan man dels lempe rentepolitikken og dels fremkalde modgående variationer i de offentlige investeringer, således at de samlede investeringer i højere grad bliver stabile end de private investeringer.

Medens jeg således nok mener, at de argumenter, der taler for at holde investeringerne nogenlunde stabile eller jævnt stigende, opvejer de vanskeligheder af økonomisk og teknisk natur, der vil melde sig, tror jeg, at man åbent skal erkende — det er i hvert fald foreløbig min erfaring — at de politiske vanskeligheder ved at føre en politik af denne art er meget store. Dette er ikke sagt med brod mod noget enkelt politisk parti. Det er en erfaring fra diskussioner såvel med politikere fra alle partier som fra møder og diskussioner i folkelige forsamlinger. Går man nemlig den vej at lægge vægten på finanspolitikken, kommer det meget mere præcist til udtryk, hvem der skal betale. Derfor er der en lyst til ligesom at søge vanskelighederne løst ved kreditpolitikken, hvor der naturligvis også bliver betalt, men hvor dette, hvem der skal betale, ligesom forflygtiges og ikke altid bliver resultatet af en politisk beslutning. Man kan ligesom i højere grad skyde skylden på visse naturlove, tyngdeloven, nationalbanken eller andre mærkelige ting. Der er ingen tvivl om, at det at lægge større vægt på finanspolitikken koster politiske beslutninger, det kræver realitetssans, og dette vanskeliggør i væsentlig grad en sådan politik. Men hertil kommer, om jeg så må sige, dybere liggende politiske vanskeligheder, som jeg heller ikke synes, vi skal forbigå i aften.

Vi må nemlig tage i betragtning, at skal man lægge vægten på finanspolitikken, have et større overskud på statsregnskabet for derigennem at kunne lette lånemarkedet, kan det ikke nytte, at man gør det på den måde, at man tilvejebringer overskuddet ved at inddrage de midler, som ellers skulle melde sig på lånemarkedet. Det kan altså med andre ord ikke nytte

i skat at tage de penge, der ellers som privat opsparing skulle melde sig på lånemarkedet. Dette bevirker, at man, når man skal føre finanspolitik, får en anden baggrund for sin skattepolitik end den traditionelle indkomstudjævner. Hvis man derfor ikke på anden måde kan søge at tilgodese dette motiv med indkomstudjævningen, som ligger dybt ikke alene i det parti, jeg repræsenterer, men i store dele af den danske befolkning, møder man altså også her meget stærk modstand mod en finanspolitik, der kommer til udtryk i meget store overskud på statsregnskabet.

Min konklusion er, at det trods alt vil være en fordel for vort land, hvis vi kunne enes om at lægge større vægt på finanspolitikken, ikke alene i den aktuelle økonomiske situation, men særlig på længere sigt.

Hvilke krav vil det da stille til finanspolitikken, pengepolitikken og kreditpolitikken, hvis man skal prøve at udmønte de ting, jeg her har sagt?

Ser vi først på finanspolitikken, vil det straks blive sagt: Man behøver da ikke at blive uenig om, at større overskud er at foretrække fremfor denne kreditstramning. Man skal blot tilvejebringe overskuddet ved at nedsætte udgifterne i stedet for at forøge indtægterne. Det bliver derfor nødvendigt at betragte både indtægtssiden og udgiftssiden. Ser vi først på udgiftssiden og på de driftsudgifter, der er tale om, møder man meget ofte den opfattelse, at selve niveauet for driftsudgifterne har en betydning i denne forbindelse, således at når der skal tilvejebringes et større overskud, må det ske på den måde, at niveauet sænkes gennem en udgiftsformindskelse, og at der samtidig ikke kan være tale om at afholde nye udgifter af den ene eller den anden art. For at udmønte det direkte politisk: I en sådan situation skal enhver reformlovgivning standse.

Jeg kan ikke se, at det, at man vil have et overskud på statsfinanserne, skulle betyde, at enhver reformlovgivning må standse. Jeg skal belyse dette synspunkt med et par eksempler:

Som eksempel på en udgiftsreduktion vil jeg tage vore forsvarsudgifter. Man har sagt — og det er også blevet praktisk politik — at en vis tilbageholdenhed med forsvarsudgifterne må kunne give et større overskud og derigennem styrke finanspolitikken. Der er jo stemninger i vort folk, der går ud på, at hvis vi sparer endnu større beløb på forsvaret, vil dette hjælpe. Man må have lov at påpege, at det synspunkt, man almindeligvis møder, er, at de udgifter, man kunne spare på forsvaret, ikke skulle indgå som overskud, men enten anvendes til øget skolebyggeri eller lignende eller til en eller anden reform. En sådan transferering af udgifter til skolebyggeri eller andre anlæg inden for den civile sektor, eller til reformer, som kommer befolkningen til gode, vil ingen effekt have på valutastillingen. Jeg er efter en gennemgang af valutaprocenten i forsvarsudgifterne ikke særlig overbevist om, at den er meget større dér end på en række af de andre udgiftsområder, der kan blive tale om.

Det andet eksempel, jeg vil nævne, er en udgiftsforøgelse, f. eks. folke-

pensioneringen. Man drøfter i dag, om folkepensioneringen kan sættes i værk under de nuværende tilstande. Mit standpunkt er, at det er der i og for sig ikke noget i vejen for under den forudsætning, at man skaffer dækning for udgifterne, og naturligvis også under den forudsætning, at den måde, man skaffer dækning på, har en virkning på forbrug og opsparring, der svarer til, hvad der fremkommer ved udbetaling af folkepensionerne. Min forgænger udtrykte det på den måde, at skal man have en forøgelse af pensionsudgifterne, som stort set vil være 100 pct. forbrugsforøgende, må de indtægter, som skal dække en sådan udgift, på samme måde påvirke forbruget 100 pct. eller indgå med et større beløb, således at man får den samme forbrugseffekt. Er disse forudsætninger til stede, og ønsker folk en fortsat reformlovgivning, kan jeg ikke se, at man behøver at standse i den situation, man står i. Om disse forudsætninger kan tilvejebringes, er imidlertid et politisk spørgsmål.

Ser vi på anlægsudgifterne, tror jeg nok, vi må overveje forskellige ting. Vedrørende udgifterne til det, vi kunne kalde statens og kommunernes erhvervsforetagender, er jeg lidt bekymret for en alt for stærk tilbageholdenhed. Det kan naturligvis gå i et enkelt år, men akkurat lige som en privat virksomhed kan få vanskeligheder, hvis den ikke kan forny sit materiel, kan det være tilfældet med en offentlig virksomhed. Der må være en parallelitet her. Ser man derimod på velfærdsanlæg som skoler, hospitaler og lignende, har man lov til at rejse det spørgsmål, om ikke vanskelighederne i hvert fald rent midlertidigt kan løses ved en bedre udnyttelse af den kapacitet, vi allerede har. Det er i hvert fald min erfaring, bl. a. fra besøg på hospitaler, at der foretages betydelige investeringer i anlæg, som kun udnyttes en meget kort tid af døgnet. Man synes måske nok, det er et lille punkt, men kapacitetsudnyttelsen spiller jo en rolle indenfor den private virksomhed, og det var måske rimeligt også at tage spørgsmålet op til overvejelse indenfor den offentlige virksomhed.

Jeg kommer så til det tredje område, hvor staten afholder udgifter, nemlig lånevirkomheden. Den del af udlånsvirksomheden, der drøftes mest, er udlån til boligbyggeriet. Der er måske grund til at gøre opmærksom på, at der er en 50-årig tradition for, at staten foretager udlån. Spørgsmålet er, om staten skal fortsætte med at være en sådan mellemmand. Man kan for det første diskutere, i hvilket omfang staten skal træde ind og finansiere private investeringer og dernæst — i det omfang man politisk bliver enige herom — på hvilken måde det skal finde sted. Hidtil har finansieringen fortrinsvis fundet sted på den måde, at staten optager lån på låne markedet og altså konkurrerer på dette, hvorefter man låner pengene ud, oftest til en lavere rente, end man selv betaler. Indenfor byggestøtte lovgivningen har man nu gennemført, at de penge, man låner ud, lånes ud til markedsrenten, og at de subsidier, man giver, ydes pr. m², og således at man på det løbende regnskab kan se, hvad man foretager sig.

Det er en overvejelse værd, om det er nødvendigt, at staten på denne måde skal være mellemmand i finansieringen. Man kunne måske — på de områder, hvor man nu gennem politisk enighed synes, at staten skal træde ind — nøjes med, at staten garanterede, og så lod de pågældende fra den private sektor, hvadenten det er bygherrer eller erhvervsforetagender, selv om at låne pengene. Den nuværende situation, som efterhånden har ført til, at staten skal gå på lånemarkedet som aktiv låntager med meget store beløb, må jo også vanskeliggøre statens og nationalbankens position på lånemarkedet. Vi er, om jeg så må sige, i en stadig defensiv.

Vender vi os mod statsbudgettets indtægtsside, ligger det klart, at det ikke kan nytte, at man fra statens side overbudgetterer ved fortrinsvis at beslaglægge de indtægter, som ellers ville være blevet opsparet, idet man i så fald kun flytter en del af opsparingen fra den private til den offentlige sektor. Derfor er det vigtigt, at man ved indretningen af skattesystemet søger at skåne det, man kunne kalde den opsparingsvillige merindkomst. Jeg tror, det er sådan, at ens muligheder for at opspare fortrinsvis er til stede, når ens indkomst øges. Derfor må indretningen af vort skattesystem — og det gælder forsåvidt både indkomstskatten af personer og af selskaber — virke stærkt hæmmende på opsparingsmulighederne. Vort skattesystem er jo indrettet på en sådan måde, at det tager en meget stor andel af en indkomststigning. Jeg mener derfor, at de dele af skattereformforslaget, som går ud på at sænke marginalbeskatningen, både vedrørende indkomstbeskatningen af personer, men også ved at gå over til proportional skat af aktieselskaber, er en god ting. Man vil derved skåne de indkomster, som skulle være mest opsparingsvillige.

Vender man sig til den anden side af vort skattesystem, nemlig den del, som mere direkte retter sig mod forbruget, vil jeg gerne igen tillade mig at bevæge mig i marginalen. Jeg mener, at man skal overveje, om man kan indrette sit skattesystem på en sådan måde, at man fortrinsvis rammer merforbruget. Jeg indrømmer, at det kan være meget vanskeligt at udmønte indirekte skatter, der præcist kan gøre dette, men jeg tror nok, det er et synspunkt, man skal bringe ind i overvejelserne. Det kan naturligvis gøres ad direkte vej på den måde, at man stærkt belaster de varer, merforbruget fortrinsvis retter sig imod. Og jeg har den opfattelse, at en forhøjelse af beskatningen af motorkøretøjer — personbiler — og benzin absolut havde været på sin plads i det forløbne år, og også vil være det fremover, fordi en del af merforbruget har været rettet mod sådanne køretøjer. Jeg er klar over, at man hertil vil sige, at der er også mange, der har brug for sådanne køretøjer i deres virksomhed. Herimod kan siges, at man i så fald kan gøre brug af mulighederne for at fradrage omkostningerne på selvangivelserne.

Endelig er der spørgsmålet vedrørende den foreslåede højere beskatning af arv og forslaget om beskatning af kapitalgevinster. Man har — særlig

med henblik på forhøjelsen af arveafgiften — sagt, at noget sådant er noget af det mest opsparingsfjendtlige, man har set, og derfor ganske modsiges de teorier, jeg her forfægter. Hertil vil jeg sige, at der er tale om et alternativ. Når indkomstbeskatningen på marginalen er kommet så højt op — og det er den jo i hvert fald med det system, vi anvender — er det dog et spørgsmål, om en hård beskatning af de initiativskabende indkomster ikke er mere skadelig end en forhøjelse af arveafgiften og en beskatning af kapitalgevinster, rent bortset fra de skattetekniske fordele, der vil være ved det sidste system.

Jeg mener altså, at man mere fordomsfrit må prøve at drøfte den måde, hvorpå vi skal udskrive vore skatter, således at vi sikrer, at det øgede overskud, som skulle komme frem herigennem, virkelig giver en forøgelse af den samlede opsparring ved at øge den offentlige opsparring uden samtidig i samme forhold at formindske den private opsparring.

Der er vel ingen i denne forsamling, der er i tvivl om, hvad den har skitserede politik vil betyde for kapitalmarkedet. Men der er mange, som ikke forstår den sammenhæng, der er mellem finanspolitikken og forholdene på kapitalmarkedet. Hvis vi på længere sigt opretholder et overskud på statsbudgettet, medvirker vi dermed til at skaffe plads for større investeringer, og det betyder, at vi kan føre en pengepolitik, som sænker renten og fører til lettere kreditvilkår iøvrigt. Afløses statens udlån af statsgarantier, vil det desuden betyde, at f. eks. bygherrer må konkurrere på kapitalmarkedet på lige fod med andre lånsøgere. Det vil sige, at vi i almindelighed kan føre en lempeligere kreditpolitik og reservere kreditpolitikken til de formål, jeg tidligere har omtalt: Til en bremsning af de private investeringer under en altfor kraftig opgangskonjunktur og til at stimulere investeringerne under en nedgangsperiode.

Jeg mener i og for sig, at dette er det mest væsentlige, men det betyder ikke, at der ikke foreligger en række problemer vedrørende vort kapitalmarked, der kunne gøres til genstand for diskussion, og da der måske er nogle af mine tilhørere, der har tænkt på denne side af sagen og gerne vil have den inddraget under diskussionen, skal jeg ganske kort nævne de forhold, der her kan komme på tale.

Hvis jeg må gøre en enkelt bemærkning om nationalbanken, vil jeg sige, at jeg hører til dem, der mener, at nationalbanken faktisk ikke har ret mange midler at spille på. Man har diskontoen, som jo fortrinsvis har sin psykologiske virkning, men det ubehagelige er, at man ikke altid kan være sikker på, hvor stærk denne psykologiske virkning er. Endvidere har nationalbanken mulighed for i forbindelse med staten at påvirke obligationsmarkedet ved at sælge eller købe obligationer. Men efter min mening skulle der være mulighed for at give nationalbanken nogle flere strenge at spille på, og her vil jeg for det første nævne det lovforslag til en ændring af bankloven, som nu er fremme, hvor det er foreslået, at

kassereserverne kan variere indenfor visse procenter. Forslaget er fremkommet som resultat af forhandlinger mellem nationalbanken og de private banker. Jeg har set forslaget angrebet fra forskellig side. Jeg forstår ikke rigtigt dette. Man må dog tænke på, at der heri ligger mulighed for ved lidt mindre midler at opnå noget, som i dag kræver betydelig skarpere midler, som kan virke endnu ubehagelige for det private erhvervsliv.

Jeg vil også mene, at vi skal se, hvordan de ændringer i afbetalingsloven, som er gennemført, virker. Jeg er nok klar over, at man har ment, at dette var noget, der kom tilfældigt frem i lovgivningen i september, hvilket det måske også var. Men det udelukker da ikke, at vi kan betragte eksperimentet og til sin tid overveje, om vi skulle gå over fra eksperimentet til at indføre som en mere varig institution, at man kan variere de indbetalinger, der foretages ved afbetalingsforretninger. At det kan blive af mere væsentlig betydning, end det er i dag, skyldes simpelthen, at de mere varige forbrugsgoder, efterhånden som udviklingen skrider frem, får større og større betydning indenfor det samlede forbrug. Dette er jo grunden til, at denne form spiller en større rolle i U. S. A. end herhjemme.

Endelig vil jeg også mene, at det vil være en fordel, hvis nationalbanken efterhånden kunne opnå mulighed for at optage genbelåning af obligationer. Skal nationalbanken have en mulighed for også mere gradueret at øve indflydelse på kapital- og pengemarkedet, må der være smidigere metoder end dem, der har stået til rådighed hidtil. Dette må ikke tages som udtryk for, at jeg mener, at nationalbanken i øjeblikket i højere grad, end det har fundet sted ved den sidste beslutning, skulle gøre dette, men skal forstås sådan, at jeg tror, at det er bedre at have denne smidige metode end at have specielle områder — genbelåning af byggelån og lån til eksport og lign. — hvor nationalbanken skal sætte ind.

Jeg skal iøvrigt ikke gå ind på byggeriet i dag, men da realkreditkommissionen fortrinsvis beskæftiger sig med landbrugskredit og — såvidt jeg er orienteret — beskæftiger sig med generationsskiftet indenfor landbruget, synes jeg, der er grund til at påpege, at det ikke er et problem, der i så høj grad vedrører finansieringen af nyinvesteringer, som på hvilket tidspunkt de unge kan overtage de ældres ejendomme. På dette felt har der iøvrigt også meldt sig forskellige ønsker om, at staten skal gribe ind og hjælpe til. Jeg må på forhånd sige, at jeg er noget betænkelig herved, og dette skyldes, at jeg har den opfattelse, at griber staten ind og giver lempeligere vilkår på den ene eller den anden måde, må man rejse spørgsmålet: Hvem får gavn af disse lempeligere vilkår? Vil det ikke blot betyde, at sælgeren i højere grad kan opretholde den gode pris og altså indkassere en gevinst, så køberen er lige dårligt stillet, om han har fået hjælpen eller ej? Derfor skal man efter min mening tænke sig meget nøje om, før man lader staten træde altfor stærkt ind i dette forhold.

En anden side af sagen, som vedrører landbrugets kredit, er også aktuel

i øjeblikket, nemlig selve finansieringen af nyinvesteringer indenfor landbruget. Jeg hører til dem, der mener, at man over kreditforeningerne måske nok kunne nå frem til noget større lånebeløb ved ejerskifte. På den anden side tror jeg, at der tiltrænges et supplement, et låneinstitut med mere kortvarige lån, som kunne have to funktioner: dels være med til at dække nyanskaffelser indenfor landbruget af kortvarige goder, dels måske træde til ved ejerskifte, således at den 3. prioritet eller 2. prioritet, der eventuelt kan blive tale om, kan afvikles over en kortere årrække. Hvis et sådant låneinstitut eller sådanne låneinstitutioner oprettes, hvadenten de oprettes selvstændigt eller i tilknytning til sparekasser, vil jeg imidlertid foretrække, at dette sker, uden at staten direkte deltager i finansieringen, idet jeg dog kunne være villig til at drøfte det tidligere omtalte emne om en eventuel statsgaranti.

Jeg skal prøve kort at sammenfatte mine bemærkninger. Jeg er klar over, at den kreditstramning, som vi har i øjeblikket, har aktualiseret en lang række af de problemer, som til stadighed fremkommer på lånemarkedet eller kapitalmarkedet, men jeg vil gerne have lov til at hævde, at de også er til stede under mere normale forhold, og skal man diskutere, om man bedre kan komme dem til livs ved specielle foranstaltninger, en anden organisation af lånemarkedet eller ved en ændret generel politik, mener jeg, det må være det sidste. Vi må efter min mening sigte på, at der ikke fremover skal lægges så stor vægt på pengepolitikken som på finanspolitikken. Jeg er mig bevidst de store politiske vanskeligheder herved. Der kræves et stort oplysningsarbejde, for at denne opfattelse kan trænge igennem, og der vil både med hensyn til statens udgifter og statens indtægter kræves nye synspunkter for disses afholdelse, men jeg tror, det er umagen værd. Stabile investeringer og varierende forbrug vil være til gavn for vor valuta og for vort samfund på længere sigt, og jeg mener, vi skal nå frem hertil.