

STATSFINANSENE OG KAPITALMARKEDET¹

Af VIGGO KAMPMANN²

I den lidt ældre finanspolitiske diskussion — og ældre vil i denne sammenhæng blot sige 25 år gammel — brugte man en del energi på at diskutere spørgsmålet: Låne- eller skattefinansiering af statens anlægsudgifter. Der var naturligvis udbredt enighed om, at driftsudgifterne burde skattefinansieres. Selv så sent som hos Myrdal i »Finanspolitikens økonomiske verkningar« fra 1934, der brød med mange dogmer, spillede hensynet til finansernes sundhed — dog nu over en hel konjunkturperiode — en selvstændig rolle. Først i slutningen af 30'erne bryder nye synspunkter så stærkt igennem, at spørgsmålet om skatte- eller lånefinansiering af den ene eller den anden slags udgifter udelukkende bliver et spørgsmål om hensigtsmæssighed — et spørgsmål om påvirkning af den økonomiske aktivitet og den økonomiske fordeling — medens hensynet til udviklingen af statens nettoformue ikke tillægges nogen selvstændig betydning.

Dette gav naturligvis anledning til megen bekymring. Det kunne jo føre til en uendelig forringelse af statens økonomiske status og til en stadig vækst i statsgælden. At disse bekymringer fortsat spiller en stor rolle, så vi i sommer et urovækkende eksempel på i U.S.A.

Iøvrigt er de nye teorier fra 30'erne i meget vidt omfang blevet accepteret som grundlag for den praktiske finanspolitik og — på grund af de ændrede forhold — ofte med det stik modsatte resultat af, hvad de bekymrede dengang ventede. I dansk finanspolitik er konsekvensen som bekendt draget så vidt, at der i statsbudgettet overhovedet ikke findes et egentligt driftsbudget. Vi betragter drifts- og anlægsudgifter under eet, og der har i alle årene efter krigen været et overskud af driftsindtægter udover de samlede drifts- og anlægsudgifter.

I finansåret 1956/57 beløb overskudet på drifts- og anlægsbudgettet sig til små 650 mill. kr., og i indeværende finansår vil det blive af nogenlunde samme størrelse. Lægger man — for at vende tilbage til de gamle fore-

1. Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 3. december 1957.

2. Finansminister, MF.

STATSFINANSENE OG KAPITALMARKEDET¹

Af VIGGO KAMPMANN²

I den lidt ældre finanspolitiske diskussion — og ældre vil i denne sammenhæng blot sige 25 år gammel — brugte man en del energi på at diskutere spørgsmålet: Låne- eller skattefinansiering af statens anlægsudgifter. Der var naturligvis udbredt enighed om, at driftsudgifterne burde skattefinansieres. Selv så sent som hos Myrdal i »Finanspolitikens økonomiske verkningar« fra 1934, der brød med mange dogmer, spillede hensynet til finansernes sundhed — dog nu over en hel konjunkturperiode — en selvstændig rolle. Først i slutningen af 30'erne bryder nye synspunkter så stærkt igennem, at spørgsmålet om skatte- eller lånefinansiering af den ene eller den anden slags udgifter udelukkende bliver et spørgsmål om hensigtsmæssighed — et spørgsmål om påvirkning af den økonomiske aktivitet og den økonomiske fordeling — medens hensynet til udviklingen af statens nettoformue ikke tillægges nogen selvstændig betydning.

Det gav naturligvis anledning til megen bekymring. Det kunne jo føre til en uendelig forringelse af statens økonomiske status og til en stadig vækst i statsgælden. At disse bekymringer fortsat spiller en stor rolle, så vi i sommer et urovækkende eksempel på i U.S.A.

Iøvrigt er de nye teorier fra 30'erne i meget vidt omfang blevet accepteret som grundlag for den praktiske finanspolitik og — på grund af de ændrede forhold — ofte med det stik modsatte resultat af, hvad de bekymrede dengang ventede. I dansk finanspolitik er konsekvensen som bekendt draget så vidt, at der i statsbudgettet overhovedet ikke findes et egentligt driftsbudget. Vi betragter drifts- og anlægsudgifter under eet, og der har i alle årene efter krigen været et overskud af driftsindtægter udover de samlede drifts- og anlægsudgifter.

I finansåret 1956/57 beløb overskudet på drifts- og anlægsbudgettet sig til små 650 mill. kr., og i indeværende finansår vil det blive af nogenlunde samme størrelse. Lægger man — for at vende tilbage til de gamle fore-

1. Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 3. december 1957.

2. Finansminister, MF.

stillinger — til disse overskud de anlægsudgifter, der er afholdt, og som andrager omkring 400 mill. kr. årligt, vil man se, at statens opsparing i hvert af disse to år andrager over 1 milliard kroner, eller godt $\frac{1}{3}$ af den samlede nettoopsparing.

Jeg nævner disse forhold, fordi det er mit indtryk, at meget af den kritik, som i disse år rettes mod statens finanspolitik, er baseret på et forkert grundlag, idet der opereres med forestillinger om, at der føres en såkaldt letsindig finanspolitik. Det er rigtigt, at den grundopfattelse, som finanspolitikken bygger på, ville kunne have ført til noget sådant, hvis de ydre forhold havde været som i 30'erne. Som forholdene faktisk har udviklet sig, må man imidlertid snarere karakterisere den førte finanspolitik som endog meget ortodoks.

Ja, men — hedder det så ofte — den virksomhed, staten udøver over sit kapitalbudget, virker ødelæggende på kapitalmarkedet. Det er godt nok, at staten har et betydeligt overskud på sit drifts- og anlægsbudget, men den har så store kapitaludgifter, først og fremmest til udlån til boligbyggeriet, at den for at kunne finansiere sine samlede udbetalinger må tage så store skatter og tappe kapitalmarkedet så kraftigt gennem sit obligationssalg, at private investeringer får vanskeligt ved at finde finansiering.

Statens status i efterkrigstiden.

Lad os for at belyse disse spørgsmål først se på udviklingen af hovedposterne på statens status i efterkrigsperioden.

Fra den 1. april 1946 til den 1. april 1957 er der sket en vækst i statens udlån og aktiebesiddelse fra lidt under 1 milliard kroner til lidt over $5\frac{1}{2}$ milliard kroner. I samme tidsrum er der sket en nettoinvestering alene i statsvirksomhederne på ca. 1 milliard kroner. Herudover er der sket en betydelig investering i andre statsinstitutioner og i statens vejanlæg, ligesom der er ydet betydelige tilskud til landbruget, til kommuner og til private investeringer, men lad os blot se bort herfra i denne forbindelse.

Overfor denne forøgelse af aktiverne på op imod 6 milliarder kr. står så udviklingen i statens gæld. Den samlede statsgæld androg $9\frac{1}{2}$ milliard kr. pr. 1. april 1946. Pr. 1/4 1957 var den faldet til 9 milliarder kr. Den udenlandske del af gælden er i samme periode vokset fra lidt under 1 milliard kr. til lidt over 1 milliard. Stigningen i den udenlandske gæld skyldes udelukkende, at gælden er bogført til et større kronebeløb i forbindelse med devalueringen i 1949, da afdragsbetalingerne faktisk har oversteget låneoptagelsen. Den indenlandske gæld er i samme tidsrum faldet fra $8\frac{1}{2}$ milliard kr. til godt $7\frac{1}{2}$ milliard. Denne udvikling er sammensat af et fald i gælden til nationalbanken på $2\frac{1}{2}$ milliard kr. og en stigning i obligationsgælden fra 3 til $4\frac{1}{2}$ milliard kr.

En sådan udvikling i den samlede statsgæld kan ikke umiddelbart forekomme katastrofal. Statsgælden er nu knap det dobbelte af et års statsindtægter, medens den i 1946 var fem gange større. Målt i forhold til nationalindkomsten er andelen faldet fra 60 pct. til 25 pct. Forholdet har for perioden under eet stort set været det, at statens aktiver er vokset med overskudet på budgettet, uden at der er sket større forskydninger i den samlede gæld.

Hæfter man sig særligt ved væksten i obligationsgælden for heri at finde beviset for, at staten har lagt beslag på obligationsmarkedet til skade for finansieringen af andre investeringer, må man erindre, at kredit- og hypotekforeningernes andel af markedet, nemlig mængden af cirkulerende kasseobligationer, samtidig er vokset fra 7 milliarder kr. til 10½ milliard. Det er stadig sådan, at statens obligationer udgør mindre end 30 pct. af den samlede obligationsmasse. At der samtidig har været en betydelig rentestigning, er en anden side af sagen, jeg om lidt skal vende tilbage til.

Finans- og pengepolitikken i efterkrigstiden.

Udviklingen i statens finanser har ikke været ensartet gennem hele perioden, og dette hænger sammen med, at både målsætningen og den ramme, inden for hvilken finanspolitikken er ført, har været underkastet udviklingens lov.

Under krigen og i det første efterkrigsår var der et betydeligt underskud på drifts- og anlægsbudgettet. I 1945/46 androg underskudet over 700 mill. kr. Det kassemæssige underskud eller det, som vi nu kalder finansieringsbehovet, var tilsvarende stort og blev i alt væsentligt dækket ved optagelse af lån herhjemme i markedet og i udlandet.

I de følgende år var finansieringsbehovet mindre. I 1947/48 var der endog et kassemæssigt overskud, idet der indgik betydelige ekstraordinære kapitalindtægter i forbindelse med eengangsskatten og de andre oprydningssanstaltninger efter krigen og besættelsen. Netop den pengesanerende opgave stod i disse år i forgrunden og var også hovedmotiveringen for at tilstræbe overskud på drifts- og anlægsbudgettet.

Efterhånden som pengesanereringen nærmede sig sin afslutning, kom det mere materielle genopbygningssynspunkt i forgrunden. De store overskud på drifts- og anlægsbudgettet skulle herefter tjene til at holde igen på forbruget og skabe plads for de investeringer, der var nødvendige for at genopbygge landets økonomi efter krigens tab af realkapital.

Et af de midler, med hvilke dette mål blev søgt nået, bestod i at holde en lav rente. Rentepolitikken i disse første efterkrigsår var naturligvis i vidt omfang bestemt af det forhold, at renten på grund af udviklingen under besættelsen faktisk var lav, og at der ikke i de ydre forhold var noget,

der nødvendiggjorde, at den blev sat kraftigt i vejret. Tværtimod at begrænse investeringerne gennem en forhøjelse af renten, søgte man at skaffe plads til dem gennem en forøgelse af den offentlige opsparing.

Denne almindelige overbudgetterings- og lavrentepolitik var imidlertid utilstrækkelig til at forcere genopbygningen, og staten gik derfor også på forskellig måde direkte ind med støtte til investeringerne på områder, som man fandt burde have prioritet. Det første eksempel herpå var byggestøtte-loven af 1946, som jo bl. a. var nødvendiggjort af, at det ikke var muligt at skaffe tilstrækkelige lånemidler ad de sædvanlige kanaler for boligfinansiering. Ret hurtigt blev det også klart, at der inden for erhvervene var specielle områder, hvis hurtige genopbygning var af særlig betydning for den almindelige økonomiske genrejsning, men som ikke havde særlig let adgang til finansiering. For at bøde på kapitalmarkedets ufuldkomnetheder gennemførtes derfor den første lovgivning i 1950 om udlån af Marshallmidler.

I denne første del af efterkrigsperioden lagde staten ikke stærkt beslag på obligationsmarkedet. Ganske vist voksede finansieringsbehovet, efterhånden som de ekstraordinære kapitalindtægter svandt ind, og statens udlån samtidig tog til at vokse, men i begyndelsen kunne det øgede finansieringsbehov dækkes gennem de til Marshallhjælpen svarende kronebeløb, som staten modtog, og der var i de fleste år større indfrielse af gamle obligationer, end der blev emitteret nye.

Baggrunden for den økonomiske politik i den første efterkrigstid var, at ligevægten på betalingsbalancen kunne sikres gennem restriktioner, at den økonomiske politik blev lettet gennem indenlandske restriktioner både på forbrug og investering, og at der var en betydelig kapitalimport.

Denne baggrund ændrede sig efterhånden. Man var allerede tidligt begyndt at afvikle forskellige rationeringer, og størsteparten af krigstidens restriktive indgreb over for produktion og forbrug var vel forsvundet omkring 1950. Samtidig påbegyndtes i 1949 en liberalisering af udenrigshandelen, og det blev derefter i stigende grad nødvendigt at anvende finans- og pengepolitikken som middel til at holde ligevægt på betalingsbalancen. Ganske vist fortsatte kapitalimporten i form af Marshall-hjælp endnu nogle år, men dette blev mere end opvejet af presset på betalingsbalancen som følge af Korea-prisstigningerne.

Nødvendigheden af at holde et overskud på drifts- og anlægsbudgettet fik således igen en kraftig understregning, men det nye i situationen var, at penge- og kreditpolitikken fra midten af 1950 bevidst blev taget i anvendelse som middel mod valutavanskelighederne. Det begyndte med nationalbankens diskontoforhøjelse i juli 1950, fortsatte med den anden diskontoforhøjelse i november og tilbagekaldelsen af tilsagnet om genbelåning af byggelån, optagelsen af forsvarslånet i foråret 1951, indførelsen af meter-

vareordningens deponeringsbestemmelser i februar 1951 og kulminerede med åbningen af de løbende emissioner af S-obligationer i foråret 1952.

Renten havde været svagt stigende indtil 1950, hvorefter den som resultat af den netop omtalte ændring i pengepolitikken i løbet af de kommende 1½ år voksede fra omkring 4½ til omkring 6 pct. Denne udvikling understregede behovet for at føre en speciel lavrentepolitik i forhold til de investeringsopgaver, som blev tillagt særlig prioritet, og det var stadig først og fremmest boligbyggeriet.

Denne politik, som lagde hovedvægten på pengepolitikken, lykkedes gennem nogle år. Derefter skete der fra 1952/53 et bortfald af kapitalimporten, medens statens udlån fortsat gik i vejret.

Finansieringsbehovet voksede, og mængden af statsobligationer, der blev afsat til markedet, oversteg både i finansårene 1952/53 og i 1953/54 ganske væsentligt indfrielsen af ældre obligationslån. Jeg ser naturligvis her bort fra det salg af nogle hundrede millioner kroner obligationer fra staten til nationalbanken, som fandt sted i 1952, da dette jo i denne forbindelse kun kan tillægges en bogholderimæssig betydning. I disse år skete der også den omlægning i emissionspolitikken, at man i stigende grad lagde vægten på middellange og lange obligationer.

Iøvrigt viste denne politik snart sine begrænsninger. Lad mig først nævne de spekulative obligationsopkøb i sommeren 1953, som gennem den følgende periode, hvor en stramning allerede tidligt på året i 1954 havde været på sin plads, fuldstændig lammede pengepolitikken. Iøvrigt viste det sig med et fortsat stigende finansieringsbehov uhyre vanskeligt at føre pengepolitik uden fortsat at hæve renten, og renten steg da også siden jævnt.

Da jeg holdt foredrag her i Nationaløkonomisk Forening for 3 år siden, beskæftigede jeg mig med forholdet mellem finans- og pengepolitik og rejste spørgsmålet: »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 muligheden for et lette kreditten skulle være til stede, når valutasituationen igen har forbedret sig. Det, der altså foreløbig er fornødent, er at stramme statsfinanserne«.

I dag kan man vel sige, at vi siden da har bevæget os et ikke ubetydeligt stykke i den rigtige retning. I 1953/54 var overskudet på drifts- og anlægsbudgettet ca. 350 mill. kr., i 1954/55 blev det omkring 400 mill. kr. og i 1955/56 godt 700 mill. kr.

Den seneste fase i udviklingen begyndte i 1955, hvor samtidig byggestøttelovgivningen blev ændret således, at man fremover kunne regne med mindre udlån til finansiering af boligbyggeriet. Skatterne blev forøget og den offentlige opsparing sat kraftigt i vejret, som de tal, jeg netop nævnte, viser. I sommeren 1957 blev der gennem opkrævning af yderligere skatter,

gennem stabiliseringslånet og som resultat af den omtalte begrænsning af statens udlån til boligbyggeri for første gang opnået kasse-mæssig balance samtidig med en betydelig offentlig opsparing.

I 1956/57 var overskudet på drifts- og anlægsbudgettet ca. 650 mill. kr., og vi skønner, at det vil være noget lignende i år og til næste år, hvortil kommer, at også stabiliseringslånet har en ikke helt ringe forbrugseffekt. En del af stabiliseringslånet finansieres utvivlsomt gennem en tilsvarende reduktion af anden opsparing, men i en række tilfælde sker dette ikke, fordi folk enten ikke vil eller ikke kan reducere deres øvrige opsparing. I det omfang, dette er tilfældet, medfører stabiliseringslånet en forøgelse af den totale opsparing.

Den nødvendige opsparing.

Den reale baggrund for udviklingen i efterkrigstidens finans- og pengepolitik er, at vi har haft en meget stor og stigende investeringsefterspørgsel, som vel kan forklares med, at hele perioden har været karakteriseret af almindelig international højkonjunktur, der har medført, at vi også herhjemme har haft en væsentlig højere økonomisk aktivitet end før krigen, og at der til stadighed har været almindelige prisstigningsforventninger. Denne kraftige investeringsefterspørgsel har i forbindelse med en mere behersket tilbøjelighed til at forøge opsparingen — såvel den private som den offentlige — nødvendiggjort, at en betydelig byrde har måttet bæres af pengepolitikken, efter at man omkring 1950 havde opgivet at styre den økonomiske udvikling gennem kvantitative reguleringer.

At denne sidste udvikling ikke har været ubetinget heldig, er der vel i dag almindelig enighed om. Om de praktiske konsekvenser af denne almindelige enighed hersker der ikke i samme grad overensstemmelse.

Mindre stramme kreditforhold forudsætter — inden for de givne ydre rammer — enten en afsvækkelse af investeringsefterspørgslen, hvilket ikke i sig selv er ønskværdigt, eller en forøgelse af opsparingstilbøjeligheden. Med hensyn til dette sidste punkt er det min opfattelse, at dette i hvert fald indtil videre må nås gennem en stor offentlig opsparing. Det er i øjeblikket ikke muligt at mindske den offentlige opsparing, uden at den totale opsparing vil falde.

At vi her i landet indtil videre behøver en stor offentlig opsparing, er heller ikke svært at forstå. Vi har en i forhold til så mange andre lande ret ligelig indkomstfordeling, hvilket i sig selv er et gode, men utvivlsomt giver en lavere opsparingstilbøjelighed, end hvis der var betydeligt større skævheder i indkomstfordelingen. Dette forhold kan utvivlsomt rettes op, bl. a. gennem en hensigtsmæssig reform af skattelovgivningen, som jeg også tidligere har talt om her i foreningen. Men indtil dette sker, må vi

for at aflaste penge- og kreditpolitiken sikre den nødvendige totale opsparing gennem en stor offentlig opsparing.

Skatteniveauet.

Medfører denne nødvendighed af en stor offentlig opsparing, at skatteniveauet her i landet bliver urimeligt højt? Lad os se på et par tal.

Det kan ikke nægtes, at skatteniveauet er steget. I 1938/39 udgjorde de samlede skatter, afgifter m. v. og sociale bidrag 18 pct. af nationalindkomsten. Denne procent var indtil 1947/48 steget til 25, den var i 1953/54 ligeledes 25, og kan måske for indeværende år anslås til 28—29, alt efter hvorledes stabiliseringslånet medregnes.

En del af forklaringen på denne stigning er netop, at den offentlige opsparing er steget. De nævnte procenter er således ikke alene udtryk for væksten i de offentlige udgifter. Disse er naturligvis også steget, men mindre. For indeværende år kan de måske anslås til 23 pct. af nationalindkomsten mod 17 pct. i 1938/39. Medens den offentlige opsparing i 1938/39 således udgjorde ca. 1 pct. af nationalindkomsten, er denne andel nu vokset til ca. 5 pct.

Det er iøvrigt ikke svært at forklare udgiftsstigningen. Statens virksomhed er forøget på en række områder. Således udgør forsvarsudgifterne nu 14 pct. af de samlede offentlige udgifter mod 6 pct. 1938/39. Dette kan også udtrykkes på den måde, at hvis forsvarsudgifterne i dag udgjorde samme andel som i 1938/39, ville de samlede offentlige udgifter kun være 21 pct. i stedet for 23 pct. af nationalindkomsten.

Medens der således ikke er nogen tvivl om, at de offentlige udgifter er steget, og at skatterne er steget endnu mere, fordi den offentlige opsparing er sat i vejret, er det stadig således, at skatteniveauet her i landet er forholdsvis lavt, sammenlignet med udlandet.

Skatter og bidrag til sociale sikringsordninger.

1956	i pct. af bruttonationalindkomsten
Tyskland	39
Frankrig	38
Holland	34
Sverige	32
England	32
Norge	31
U.S.A.	28
Danmark	28
Belgien	25

Er skatteniveauet her i landet således ikke særlig højt i en international sammenligning, kan det ikke uden videre afvises, at skattebyrden føles

særlig tung. Forklaringen herpå må så bl. a. findes i det forhold, at vi har et dårligt skattesystem, der virker uretfærdigt på mange skatteydere.

Den aktuelle økonomiske situation.

Inden jeg går over til at sige nogle ord om den kommende tids krav til finanspolitikken, vil jeg gentage betragtningerne fra min finanslovtale om, at den nuværende økonomiske situation naturligvis ikke fuldt ud kan forklares gennem den styrkelse af statsfinanserne, der fandt sted i sommer, selv om jeg tillægger den en ikke ringe betydning. Der er også andre årsager.

For det første har den internationale konjunktur gennem nogen tid holdt en pause, og det bliver forhåbentlig en kort pause. Virkningerne heraf for den danske økonomi er ubehagelige nok. Både landbrugseksporten og i den senere tid også industrieksporten møder betydelige vanskeligheder. Disse forhold kan i sig selv nok forklare, at investeringsefterspørgslen i de pågældende erhverv er svækket. Hertil kommer imidlertid for det andet, at den prisstagnation, som har ledsaget afsvækkelsen af konjunktoren, har påvirket erhvervslivets prisforventninger, hvilket også kan have bidraget til at holde igen på investeringslysten. Der må jo være en betydelig forskel på de overvejelser, der går forud for en investeringsbeslutning i en situation, hvor man regner med fortsatte prisstigninger, og i en situation, hvor man som nu ikke kan regne med, at den renteudgift, man kalkulerer med, vil blive afkortet med kapitalgevinster svarende til så og så mange procents prisstigning pr. år.

Over for afsvækkelsen i investeringsefterspørgslen står så den forøgelse af opsparingen, som er blevet resultatet af de foranstaltninger, der gennemførtes i juni. Dette er baggrunden for den sidste tids tendens til rentefald, men den kommende tids økonomiske begivenheder vil være afgørende for dets holdbarhed.

Boligbyggeriet og renten.

Mange mener, at statens finansiering af boligbyggeriet i efterkrigsperioden har haft en speciel renteforhøjende virkning. Mon ikke forestillingerne herom er noget overdrevne? Det er klart, at efterspørgslen efter midler til finansiering af boligbyggeriet ville have været mindre, hvis boligbyggeriet havde været mindre. Om denne efterspørgsel melder sig direkte på kapitalmarkedet, eller om den går omvejen over statskassen, tror jeg ikke gør nogen væsentlig forskel med hensyn til dens påvirkning af renteniveauet. Det egentlige spørgsmål i denne sammenhæng er, om boligbyggeriet ville have haft samme størrelse, såfremt vi ikke havde haft den særlige lovgivning om huslejestop og boligstøtte, men i stedet for havde haft et egentligt frit bolig- og byggemarked. Dette spørgsmål er naturligvis lettere at stille end at besvare, men den omstændighed, at vi først for nylig har nået

samme »dækning« med boliger i forhold til befolkningens størrelse og sammensætning, som vi havde før krigen, tyder på, at boligbyggeriet ikke under frie forhold ville have haft et så forskelligt omfang fra det, vi har set, at der ville have været et væsentlig mindre finansieringsbehov i denne sektor af økonomien.

Jeg ville snarere være tilbøjelig til at dele den opfattelse, at statens finansiering af boligbyggeriet kan have bidraget til at begrænse kreditstramningen, nemlig i det omfang, de store udlån til boligbyggeriet har bidraget til at øge forståelsen for nødvendigheden af at forøge overskudet på drifts- og anlægsbudgettet eller — sagt på en anden måde — har bidraget til at øge statens og dermed den samlede opsparring. Denne forståelse af, at det er nødvendigt med et stort overskud på statsbudgettet, skulle nødvendigvis svinde sammen med statens udlånsforpligtelser.

Pengepolitikken og boligfinansieringen.

Det væsentlige i den nye pengepolitiske situation er altså ikke det iøjnefaldende forhold, at det statsfinansielle behov for at sælge obligationer er forsvundet, men det bagvedliggende forhold, at det finansieringsbehov, som hidtil delvis har måttet dækkes gennem obligationssalg, nu i stedet for fuldtud dækkes gennem den øgede offentlige opsparring. Gennem den øgede opsparring er der skabt plads for den nuværende investering, uden at valuta-gælden øges. Noget andet er, at gælden igen kan stige, hvis forbruget øges af andre grunde eller ikke tilpasses efter en fortsat forringelse af bytteforholdet. Midlerne til finansieringen af investeringerne kommer fra de lånemidler, som staten ikke længere lægger beslag på.

Det er vigtigt at gøre sig denne sammenhæng klar, når vi nu skal prøve at se nogle år frem i tiden. Jeg har omtalt den udvikling, der har fundet sted i finanspolitikken, hvor vi fra at dække driftsudgifterne efterhånden er nået frem til at dække samtlige drifts- og anlægsgudgifter og nu til at dække samtlige drifts-, anlægs- og kapitaludgifter over driftsindtægterne. Efter de planer, der arbejdes med vedrørende revisionen af byggestøtte-lovgivningen, må man regne med, at forholdet om nogle år vil kunne blive det, at der er et overskud udover drifts-, anlægs- og kapitaludgifterne. Statens finansieringsbehov vil være negativt, eller der vil fremkomme overskud på kassebudgettet, hvorledes man nu vil udtrykke det.

Statens udbetalinger til finansiering af boligbyggeriet har svinget en del. I 1953/54 androg de 500 mill. kr.; de steg i 1954/55 til 600 mill. kr. og i 1955/56 til 650 mill. kr. I 1956/57 faldt udlånene til små 500 mill. kr., hvilket de også påregnes at ville blive i indeværende år. For 1958/59 er de foreløbig budgetteret til 450 mill. kr. Efter de foreliggende planer er det meningen, at disse udbetalinger skal nedsættes væsentligt. Den største del af investeringerne, som hidtil har været finansieret af staten, skal efter

planerne finansieres gennem de bestående kredit- og hypotekforeninger og i det omfang, disse ikke slår til, gennem nogle nye 3. prioritetsforeninger, der skal have deres kasseobligationer garanteret af staten, men iøvrigt virke på samme måde som kredit- og hypotekforeningerne. Udmålingen af lånene skal stort set finde sted inden for en lånegrænse på niveau med den, hvortil staten for øjeblikket finansierer.

De nærmere enkeltheder i den nye ordning — herunder på hvilken måde, man vil bevare eller ændre subsidiemomentet i den nugældende lovgivning — skal jeg ikke komme ind på, dels fordi de endnu ikke er endeligt fastlagt, dels fordi jeg ikke tror, at ændringerne vil blive så vidtgående, at de afgørende påvirker den problemstilling, vi her beskæftiger os med.

De nuværende kredit- og hypotekforeninger samt de nye 3. prioritetsforeninger vil da tilsammen forøge udbuddet af kasseobligationer med omkring 400 mill. kr. om året — under forudsætning af uændret omfang af boligbyggeriet. Samtidig vil staten — hvis man tager sit udgangspunkt i den statsfinansielle situation, som den er i dag — få et kasse-mæssigt overskud af samme størrelse.

Allerede det sidste forhold vil utvivlsomt hos mange fremkalde den umiddelbare reaktion, at så må skatten sættes ned, og sammenholdt med det første forhold, at obligationsudbuddet vil vokse, kan det føre til den argumentation, at skatterne må nedsættes, for at det skal blive muligt for folk at købe dette nye udbud af obligationer. I modsat fald ville der opstå en kreditstramning og en renteforhøjelse af hidtil usete dimensioner.

Nu må man holde sig for øje, at der i realøkonomisk henseende ikke behøver at være indtruffet nogen som helst ændringer, fordi formerne for boligbyggeriets finansiering er ændret. Vi går ud fra, at investeringerne — herunder i boligbyggeriet — er de samme, indkomsterne er de samme, og folks opsparingstilbøjelighed er den samme, som hvis der ikke var sket nogen ændring af byggestøttelovgivningen. Hvis man i en sådan situation mindskede skatterne — og den offentlige opsparing — med 400 mill. kr. og dermed den totale opsparing med et noget, men ikke meget, mindre beløb, ville vi hurtigt opleve endnu en valutakrise. Forbruget ville stige, importen ville stige, eksporten ville falde eller stige mindre, end den ellers ville have gjort. Valutarenserven ville svinde, og det ville meget hurtigt blive nødvendigt at stramme kreditpolitikken og derigennem bremse investeringerne og nedsætte indkomsterne og produktionen.

Det beløb på 400 mill. kr., som obligationsudbuddet vokser med, og som folk jo ikke ville købe, selv om deres disponible indkomster voksede tilsvarende, ville vi således ikke skabe efterspørgsel efter gennem en skattnedsættelse, men vi ville oven i købet, såfremt de gængse pengepolitiske midler skulle anvendes, blive nødt til at foretage en yderligere stramning af markedet gennem emission af statsobligationer.

Medens det således turde være klart, at det rigtige middel i den nye situation ikke er en skattenedsættelse, fordi denne ville formindske opsparringen, er det på den anden side lige så klart, at det vil være nødvendigt at tilføre markedet likviditet for at undgå en kreditstramning. Udgangspunktet er, at der er balance mellem samtlige indbetalinger til og udbetalinger fra staten, hvorefter vi stopper udbetalinger til boligbyggeriet med et beløb på ca. 400 mill. kr. Da der ikke er sket nogen ændring i de reale økonomiske forhold, og da standsningen af udbetalinger på 400 mill. kr. for så vidt er umotiveret i pengepolitisk henseende, må vi øge likviditeten på anden måde end gennem en skattenedsættelse.

Mulighederne for en sådan pengeskabelse er naturligvis flere. Den mest nærliggende ville simpelthen være, at staten købte det forøgede udbud af obligationer. Herved ville alt forblive, som det var. Hertil er imidlertid at sige, at man jo ikke gennemfører vidtrækkende ændringer i lovgivningen blot for, at alt skal forblive, som det var. Hensigten med den her skitserede nyordning af byggeriets finansiering — og med de andre ændringer af byggestøttelovgivningen og huslejelovgivningen — er netop at skabe noget, der i økonomisk henseende er mere rationelt. Et af de mål, der på lidt længere sigt stiles efter, er at opnå de fordele, der knytter sig til et frit og derfor mere bevægeligt bolig- og byggemarked uden at sætte de fordele af social karakter, som er knyttet til den hidtil gældende lovgivning, over styr.

De nye obligationer må derfor søge afsætning på markedet på lige fod med de gængse, men der kan iøvrigt ikke være tvivl om, at en væsentlig del af den nødvendige pengeskabelse i hvert fald i begyndelsen må foregå ved, at staten eller nationalbanken køber obligationer i markedet — altså den modsatte situation af den, vi har været vant til indtil fornylig. Dette vil i sig selv indebære en ikke uvæsentlig ændring i pengepolitikens anvendelighed som middel i den økonomiske politik.

Under de hidtil herskende forhold, har det været således, at selv en mindre stramning af pengepolitikken har været vanskeligt gennemførlig. Obligationssalget har været noget af en balancekunst i den forstand, at der på den ene side har måttet sælges obligationer for at begrænse pengeforsyningen, men at det på den anden side har været vanskeligere at afsætte obligationerne, jo stærkere pengeforsyningen har været begrænset. Det har derfor ikke kunnet undgås, at der fra tid til anden har været uro på obligationsmarkedet og formentlig også undertiden en tendens til en noget stærkere opgang i renten, end tilfældet ville have været under andre pengepolitiske forudsætninger. Det kan også udtrykkes på den måde, at det vil være lettere om fornødent at gennemføre en pengepolitisk stramning ved at holde op med at købe obligationer, end det har været at gennemføre den ved at forcere salget af obligationer.

Medens en væsentlig del af den fornødne pengeskabelse således indtil

videre må ske gennem obligationskøb, kan der dog være grund til at overveje andre muligheder, som jo i hvert fald kan blive aktuelle, hvis det viser sig, at markedet efterhånden kan optage flere obligationer, og at statens og nationalbankens støtte til markedet derfor kan formindskes. De muligheder, som straks melder sig, er sådanne som indfrielse af gamle statslån, tilbagebetaling af anden gæld, indskud i banker, nationalbankens belåning af obligationer og diskontering af veksler.

Jeg skal ikke i aften gå ind i en diskussion af disse forskellige fremgangsmåder, men vil i stedet for anstille nogle foreløbige betragtninger over, ud fra hvilke hensyn valget mellem de forskellige fremgangsmåder må træffes, samt over de muligheder det danske kapitalmarked åbner for at tilgodese disse hensyn.

Pengepolitikken og finansieringen af industrien.

Udgangspunktet for disse betragtninger må blive *det*, som vel efterhånden af alle erkendes som hovedproblemet for den økonomiske politik, og som meget kort kan refereres således:

Beskæftigelsen af en stigende arbejdsstyrke her i landet og opnåelsen af en velstandsstigning, der ikke er iøjnefaldende mindre end i vore nabolande, forudsætter for det første, at der skabes nye arbejdspladser i erhvervene, d.v.s. at de produktive investeringer forøges, og for det andet, at der sker en stadig stigning i importen — af råvarer og halvfabrikata, men også af færdigvarer, som ikke med fordel lader sig producere her i landet.

Importforøgelsen må i det store og hele finansieres gennem øget eksport, og da ekspansionsmulighederne for landbrugets traditionelle eksportvarer af alt for velkendte grunde er stærkt begrænset, må eksportforøgelsen blive så meget desto større for den øvrige eksport — først og fremmest industrieksporten.

Hermed er der samtidig givet en retningslinie for, hvor der især bør ske en forøgelse af de produktive investeringer, nemlig i industrien.

Den side af dette problem, som har interesse i denne forbindelse, er, om pengepolitikken kan benyttes til at tilgodese en videre udvikling af industrien, og det er først og fremmest et spørgsmål om, hvorvidt det danske kapitalmarked er indrettet på at befordre denne industrialisering.

Problemstillingen minder en hel del om problemstillingen i begyndelsen af efterkrigsperioden, hvor det var således, at kapitalmarkedet ikke evnede at finansiere de investeringer, som havde særlig prioritet.

Spørgsmålet er, om situationen har ændret sig. For så vidt angår boligfinansieringen, er det som nævnt tanken at finde nye finansieringsformer, og for landbruget drøftes tilsvarende problemer. Iøvrigt må man vel håbe,

at kreditforeningerne vil forøge deres långivning, efterhånden som man nærmer sig til et frit bygge- og boligmarked. Selv om dette skulle være tilfældet, løser det imidlertid ingen problemer med hensyn til finansieringen af industriens investeringer.

Den væsentligste del af de industrielle investeringer her i landet finansieres formentlig gennem afskrivninger og overskud i bestående virksomheder, og vi har netop i sommer øget mulighederne for denne selvfinansiering gennem de nye afskrivningsregler og lovgivningen om investeringsfonde. Imidlertid må man se i øjnene, at det af politiske grunde er vanskeligt at gå meget videre ad denne vej, idet den samtidig — i hvert fald i en længere overgangsperiode — fører til en øget ulighed i formuefordelingen. Det var måske overvejelse værd, om dette kunne afbødes gennem en forøgelse af beskatningen af kapitalgevinster, arv og gaver, idet man kunne hævde den opfattelse, at det gør ikke noget, at der skabes formuer, men at det er urimeligt, at sådanne kan erhverves uden at være tjent.

En anden mulighed for at overvinde disse vanskeligheder består i at lade større kredse få del i ejendomsretten til de i virksomhederne opsamlede formuer i form af arbejderaktier eller lignende. Indførelsen af udbytte- deling og den oprettelse af sociale fonds, som for tiden foregår i forskellige virksomheder, kan vise sig at være begyndelsen til en udvikling i denne retning, og i forslaget til årets ligningslov er givet en skattemæssig stimulans til sådanne ordninger.

Hovedindvendingen mod en yderligere adgang til selvfinansiering må imidlertid være, at den udvej i hvert fald ikke står åben for virksomheder, som ikke er startet, men står overfor at skulle gå igang og blot mangler finansiering.

Her tænker jeg ikke først og fremmest på starten af små virksomheder, som nok i mange tilfælde på den ene eller den anden måde kan skaffe sig kapital. Nok så meget på det forhold, at den lille virksomhed har vanskeligt ved at finansiere sin vækst, og at inden for en hel række nye industrier — de industrier, som producerer de varer, hvis forbrug fremover vil ekspandere — er såvel den minimale som den optimale virksomhedsstørrelse ganske betydelig. Disse virksomheder kan ikke starte som små og derfra arbejde sig op. Kan det danske kapitalmarked klare de store opgaver, der er forbundet med etableringen af sådanne virksomheder, og er det i det hele taget indrettet på at betjene industrien?

Den del af kapitalmarkedet, som man kender lidt til — nemlig obligationsmarkedet, aktiemarkedet, banker, sparekasser og forsikringsselskaber — formidler vel lånemidler på et par milliarder kroner om året. Hvor stor en del heraf kan stilles til industriens rådighed og hvorledes?

De midler, der anbringes i obligationer, går til finansiering af investeringer i og omsætning af landbrug og boligejendomme, en del af dem går

direkte og indirekte til finansiering af kommunernes investeringer, ubetydelige beløb går til finansiering af industriens bygninger, og intet beløb værd at nævne går i øvrigt til finansiering af industriens investeringer.

Om de beløb, der går gennem banker og sparekasser, ved vi, at den del deraf, som passerer sparekasserne, ikke anvendes til finansiering af industriens investeringer, og der er en kraftig formodning for, at kun en begrænset del af bankernes disponible midler gør det. Denne formodning bygger bl. a. på, at en undersøgelse af industriaktieselskabernes kapitalforhold i årene 1953—55 viser en forøgelse af den lange gæld med omkring 50 mill. kr., hvilket stort set kan forklares med stigningen i samme periode i restgælden på statens udlån til industri og håndværk på ca. 25 mill. kr. plus stigningen i restgælden til den industrielle kreditforening på ca. 15 mill. kr. Sondringen mellem lange og korte lån til industrien siger nødvendigvis ikke meget om, hvilke investeringer, der finansieres af lånene, men vel dog noget, at den stund faste anlæg i nye virksomheder næppe finansieres udelukkende ved korte lån.

Aktieemissionerne omfatter fortrinsvis aktieudvidelser i bestående selskaber, omdannelse af private virksomheder til aktieselskaber og kun i begrænset omfang stiftelse af selskaber med henblik på påbegyndelse af ny erhvervsvirksomhed. I øvrigt er det kun beskedne beløb, der i alt er tale om.

Det er således nærliggende at fastslå, at det organiserede kapitalmarked ikke er indrettet på at betjene industrien.

Det kan for så vidt heller ikke undre, som finansieringen af industrielle investeringer — i hvert fald i det omfang, som der nu er behov for — er et forholdsvis nyt problem, medens de vigtigste institutioner på kapitalmarkedet er gamle og i sin tid blev indrettet med andre formål for øje. Kreditforeningerne blev oprettet — de første for over hundrede år siden — for at afhjælpe landbrugets finansieringsproblemer og fik også meget hurtigt betydning for boligbyggeriets finansiering. Sparekasserne er også fra en tid, hvor der ikke var større behov for finansiering af industrivirksomheder, og hvor industrien formentlig blev betragtet med nogen skepsis. Både kreditforeningernes og sparekassernes virksomhed er gennem lovgivningen lagt i faste rammer, der udelukker finansieringsbistand til industrien. Det samme gælder livsforsikringsselskaberne, gennem hvilke en stor og stigende opsparing går til en række ikke-industrielle formål. Endelig er det vel heller ikke nogen hemmelighed, at nutidens danske banker interesserer sig mest for bestående virksomheder.

Det er rigtigt, som det så ofte siges, at det danske realkreditsystem er forbilledligt, men det er også rigtigt — og jeg tror nok så vigtigt at fremhæve i denne forbindelse — at det danske kapitalmarked er indstillet på at betjene landbrug, boligbyggeri og kommunerne, at det er opstået og indrettet med disse formål for øje, og at der ikke er sket nogen ændring

eller tilpasning af det, som gør det skikket til at løse de opgaver, som i dag er i forgrunden, særlig for industrien.

I en situation som den, jeg har omtalt, hvor staten har et kassemessigt overskud, må en anvendelse af pengepolitikken til fremme af industriudviklingen forudsætte enten, at staten direkte eller f. eks. gennem finansieringsinstitutter for industriens anlæg og maskiner stiller midler til rådighed for finansiering af industrens investeringer, eller at en del af de midler, som i dag via kapitalmarkedet går til landbrug, boligbyggeri og kommunale investeringer bruges til finansiering af investeringer i industrien, så staten traditionen tro fortsat kan operere udelukkende på obligationsmarkedet.

Den ændring i den pengepolitiske situation, som vil indtræde, såfremt byggestøttelovgivningen ændres efter de linier, jeg har skitseret, synes således at aktualisere de overvejelser, der allerede gennem længere tid og ud fra forskellige, og delvis andre motiver end hensynet til at fremme de produktive investeringer, har været i gang vedrørende mulighederne for at modernisere de bestemmelser, der gælder for placering af disponible midler.

Jeg tænker på muligheden af at give forsikringsselskaberne større adgang til at anbringe deres midler i aktier. Dette spørgsmål drøftes særlig ud fra hensynet til forsikringstagerne, men det gør jo ikke noget, hvis blot resultatet bliver positivt.

Jeg ved ikke, om det er en revolutionerende tanke, at også sparekasserne fik adgang til at investere i aktier. Det er jo også muligt, at det initiativ, som er taget for et års tid siden med oprettelsen af et investeringsselskab, vil vise sig frugtbart.

En forbedring af industriens muligheder for at optage faste lån ville formentlig især komme nye virksomheder til gode. Det ville sikkert lønne sig at gennemgå kreditforeningsloven med henblik herpå. Det er også et spørgsmål, om ikke renteloven i dag først og fremmest tjener til at gøre långivningen mere stiv og usmidig, og derfor burde ophæves.

Der er fornylig af et udvalg under justitsministeriet afgivet en betænkning, hvori det foreslås at ophæve forbudet mod underpant i tingsindbegreb. Hvis dette forslag gennemføres, kan det muligvis danne grundlag for oprettelse af et institut til udlån mod pant i erhvervstilbehør.

Om disse og en række andre mulige reformer gælder det, at spørgsmålet om og når, de kan gennemføres, i høj grad afhænger af, hvilken interesse herfor, der findes i erhvervslivet.

Det er meget vanskeligt at få et klart indtryk af, i hvilket omfang der er behov for lettere adgang til finansiering. I andre lande ser man således, at industrien i betydeligt omfang henvender sig til markedet med emissioner af obligationslån. Jeg tror ikke, at der her i landet er legale hindringer for en tilsvarende fremgangsmåde, men den er kun lidet benyttet.

Jeg har ikke set det som min opgave i aften at udarbejde en omfattende plan for en modernisering af det danske kapitalmarked. Det er dog rimeligt at gøre opmærksom på, at det som en konsekvens af den nye pengepolitiske situation, vi om nogle år kan befinde os i, ville være nærliggende i mellemtiden at undersøge, om der ikke er behov for udvikling af nye finansieringsformer særlig for industrielle investeringer.

Sammenfatning.

Jeg vil slutte med kort at opsummere hovedpunkterne i mit indlæg.

Staten har i årene efter krigen ud fra forskellige motiver og med veksellende styrke ført en overbudgetteringspolitik, som på status har givet sig udslag i en betydelig vækst i aktiverne, samtidig med at statsgælden stort set er den samme som for ti år siden.

Der har indtil i sommer været et svingende, men relativt stort finansieringsbehov, som siden Marshallhjælpens ophør har måttet dækkes gennem emission af obligationer.

I dette og det kommende finansår er finansieringsbehovet ubetydeligt, og der vil ikke foreligge noget statsfinansielt begrundet behov for salg af statsobligationer.

Den skete lettelse af kreditstramningen kan kun for en mindre dels vedkommende tilskrives, at behovet for salg af statsobligationer er forsvundet, men må først og fremmest ses i sammenhæng med den skete forøgelse af statens — og dermed af den samlede opsparing i forbindelse med, at investeringsefterspørgslen efter alt at dømme i øjeblikket er aftaget noget.

Såfremt byggestøttelovgivningen ændres som planlagt, vil staten kunne få et kasse-mæssigt overskud. Dette kan ikke i sig selv begrunde en skattnedsættelse, idet denne ville mindske opsparingen.

Det vil imidlertid være nødvendigt på anden måde at tilføre markedet likviditet. I begyndelsen må dette ske gennem obligationskøb, men behovet for pengeskabelsen rejser iøvrigt spørgsmålet om pengepolitikens anvendelse til fremme af den industrielle udvikling, som er så påkrævet.

Mulighederne herfor er enten, at staten direkte deltager i industrifinansieringen, eller at der gennemføres sådanne reformer af de regler, der regulerer kapitalmarkedets funktion, at en større del af opsparingen kan føres til industrien, hvorefter staten — som traditionen byder — kan indskrænke sig til at virke over obligationsmarkedet.

Mange vil måske være skuffet over, at en omlægning af boligfinansieringen ikke uden videre kan motivere en skattnedsættelse. Denne skuffelse vil naturligvis være størst hos dem, for hvem ønsket om en skattnedsættelse var hovedmotivet til angrebene på den gældende byggestøttelovgivning.

Hvad er da mulighederne for en skattenedsættelse? I dag kan man vel sige, at vi befinder os i en slags ligevægtssituation, omend den måske er labil. Der er balance på statsfinanserne, der er ligevægt på valutabalancen, og der er en nogenlunde — om end ikke alt for høj — økonomisk aktivitet. Mulighederne for en skattenedsættelse i denne situation kan vel opregnes således:

Såfremt der sker en forbedring af bytteforholdet, vil vi få råd til en udvidelse af investeringerne og måske også til en forbrugsudvidelse. Afhængig af, på hvilken måde en sådan bytteforholdsforbedring indtræder — om eksportpriserne stiger, eller importpriserne falder, og om den indtræder i forbindelse med en international konjunktursvækkelse eller ej — vil der kunne blive tale om en nedsættelse af skatterne.

Såfremt der ikke indtræder en forbedring af de ydre vilkår for vor økonomi, må forudsætningerne for en skattenedsættelse være, enten *at* der sker en forøgelse af opsparingstilbøjeligheden her i landet, eller *at* en del af de udgifter, som i dag finansieres over de offentlige budgetter, bliver finansieret på anden måde, eller *at* det offentlige udøver sin virksomhed billigere, end det i dag er tilfældet.

Enhver kan have sin egen vurdering af, i hvilket omfang disse forudsætninger kan tilvejebringes.

Den indtrådte prisstabilisering kan forhåbentlig øve en gunstig indflydelse på opsparingstilbøjeligheden. Det samme kan ganske givet en ændring af skattelovgivningen. En finansiering af offentlige udgifter på anden måde kan formentlig i visse tilfælde vise sig at være økonomisk hensigtsmæssigt, idet udgifterne eventuelt kan blive mindre; det kan også føre til, at de pågældende udgifter slet ikke vil blive afholdt, hvilket kan være en gevinst, men også et tab. Om en mere økonomisk administration af statens opgaver vil jeg kun sige, at vi til stadighed har opmærksomheden henvendt på nødvendigheden heraf, og at der fortsat er muligheder for rationalisering, men at jeg ikke tror, man skal vente sig pludselige udgiftsreduktioner af større omfang.

For at der skal være balance i tingene, vil jeg tilføje, at en bytteforholdsforringelse kan nødvendiggøre højere skatter, hvis investeringerne skal fastholdes, og vi ikke igen skal stifte valutagæld. Ligeledes vil et fald i opsparingstilbøjeligheden eller mere jævnt en stigning i det totale forbrug kunne nødvendiggøre en skatteforhøjelse.

For at der ikke skal være tvivl om mit standpunkt, skal jeg slutte med at udtale, at selvom enhver finansminister vel gerne vil nå frem til skattenedsættelser, er dette ikke et mål i sig selv. Det afgørende må være produktionens og beskæftigelsens højde og ro omkring priser og valuta. Bringes disse forhold ud af balance, må statens finans- og pengepolitik tages i anvendelse for påny at stabilisere vor økonomi.