

INFLATION OG OPSPARING

Kan indførelsen af værdifaste obligationer løse spørgsmålet?¹

Af KJELD PHILIP²

I. BAGGRUNDEN

SOM tiden går, går der inflation i de fleste ord. For en menneskealder siden tænkte man i daglig tale ved inflation udelukkende på prisbevægelser af den østrigske eller tyske type fra tiden efter første verdenskrig. I lighed hermed ville vi nu kunne have talt om den græske eller den ungarske inflation efter den anden verdenskrig. I dag er vi imidlertid tilbøjelige til at tale om inflation, selv hvor det drejer sig om prisstigninger af en type som den, der f. eks. foreligger i Danmark i nutiden. Jeg skal ikke forsøge på at give en mere almengyldig definition af ordet, men blot bemærke, at vi vel nu nærmest bruger det i alle de tilfælde, hvor folk i almindelighed har forventninger om prisstigninger i en nærmere fremtid. Det karakteristiske for inflationstider bliver således, at folk tager prisstigningerne med ind i deres overvejelser, når de træffer deres dispositioner.

Imidlertid kan inflation forekomme under meget forskellige former. I tiden efter den første verdenskrig havde man nogle inflationsperioder, der var karakteriseret ved, at priserne løb stærkt foran lønningerne, og resultatet blev en forarmelse af lønmodtagerne. I denne henseende er de nuværende inflationsperioder helt anderledes. Vi har i løbet af de sidste 10 år oplevet væsentlig stærkere lønstigninger end prisstigninger, og resultatet er blevet en væsentlig forbedring af lønmodtagernes kår.

Det er karakteristisk for det sidste tiårs inflation, at den er foregået ved en afveksling mellem perioder med forholdsvis ringe prisstigning, hvor prisstigningerne ikke har overskredet de 2% om året, man i tiden før 1914 havde så regelmæssigt og dengang ikke anså for at være noget særlig betænkeligt, og perioder, hvor priserne pludselig i løbet af nogle måneder er steget langt stærkere. Når dette har været tilfældet, har der altid

1. Foredrag i Nationaløkonomisk Forening, tirsdag d. 15. januar 1957.

2. Dr. oec., professor ved Københavns Universitet.

INFLATION OG OPSPARING

Kan indførelsen af værdifaste obligationer løse spørgsmålet?¹

Af KJELD PHILIP²

I. BAGGRUNDEN

SOM tiden går, går der inflation i de fleste ord. For en menneskealder siden tænkte man i daglig tale ved inflation udelukkende på prisbevægelser af den østrigske eller tyske type fra tiden efter første verdenskrig. I lighed hermed ville vi nu kunne have talt om den græske eller den ungarske inflation efter den anden verdenskrig. I dag er vi imidlertid tilbøjelige til at tale om inflation, selv hvor det drejer sig om prisstigninger af en type som den, der f. eks. foreligger i Danmark i nutiden. Jeg skal ikke forsøge på at give en mere almengyldig definition af ordet, men blot bemærke, at vi vel nu nærmest bruger det i alle de tilfælde, hvor folk i almindelighed har forventninger om prisstigninger i en nærmere fremtid. Det karakteristiske for inflationstider bliver således, at folk tager prisstigningerne med ind i deres overvejelser, når de træffer deres dispositioner.

Imidlertid kan inflation forekomme under meget forskellige former. I tiden efter den første verdenskrig havde man nogle inflationsperioder, der var karakteriseret ved, at priserne løb stærkt foran lønningerne, og resultatet blev en forarmelse af lønmodtagerne. I denne henseende er de nuværende inflationsperioder helt anderledes. Vi har i løbet af de sidste 10 år oplevet væsentlig stærkere lønstigninger end prisstigninger, og resultatet er blevet en væsentlig forbedring af lønmodtagernes kår.

Det er karakteristisk for det sidste tiårs inflation, at den er foregået ved en afveksling mellem perioder med forholdsvis ringe prisstigning, hvor prisstigningerne ikke har overskredet de 2% om året, man i tiden før 1914 havde så regelmæssigt og dengang ikke anså for at være noget særlig betænkeligt, og perioder, hvor priserne pludselig i løbet af nogle måneder er steget langt stærkere. Når dette har været tilfældet, har der altid

1. Foredrag i Nationaløkonomisk Forening, tirsdag d. 15. januar 1957.

2. Dr. oec., professor ved Københavns Universitet.

ligget noget udenrigspolitisk bag. Som forhold, der har givet stødet til sådanne prisstigninger, må nævnes devalueringen i 1949, Koreakrigen fra 1950 og endelig nu Suezkrisen i 1956. Netop det forhold, at vi veksler mellem perioder med relativ stilstand og pludselige stigningsperioder, betinget af udenrigspolitiske forhold, gør det så overordentlig vanskeligt at have nogen begrundet formodning om fremtiden. Fortidens erfaringer har blot hos os skabt en formodning om, at den type på økonomisk aktivitet, vi har haft i det sidste tiår, vil fortsætte fremover og betinge en normal stigning i priserne på måske ca. 2 %; men det er meget vanskeligt, for ikke at sige umuligt, at have nogen mening om, hvor hyppigt der i fremtiden vil opstå internationale kriser eller om hvor voldsomt virkende, de vil være.

En inflation vil i det korte løb kunne give anledning til forskydninger mellem de forskellige indkomsttageres indkomster. Navnlig var det tilfældet med den gammeldags type, hvor priserne løb forud for lønningerne. Denne form for inflation måtte give anledning til en større opsparring, fordi indkomsterne flyttedes fra lønmodtagerne til de selvstændige, der dels gennemgående har større indkomster og dels sædvanligvis sparer en meget stor del af merindkomsterne, og som endelig under inflationen havde et ganske særligt sparemotiv, nemlig at spare for at investere. Den type af inflation, vi i øjeblikket har, er nærmest en inflation, hvor lønindkomsterne går forud for de selvstændige næringsdrivendes indkomster. Stort set bevæger imidlertid de forskellige grupper af indkomster sig overmåde parallelt, idet jeg dog ser bort fra de egentlige renteindkomster, således at der næppe i den af inflationen forårsagede omfordeling af indkomsterne ligger noget incitament til en stærkt ændret opsparringstilbøjelighed hos de enkelte grupper. Dog må de mindre indkomster til rentemodtagerne øve deres indflydelse på deres lyst og evne til at spare.

Således som jeg skal komme ind på straks, indebærer inflationen andre problemer for opsparringen og investeringen og dermed indirekte for valutaen. Det kunne måske være på sin plads her at sige et par ord om, hvorvidt man kunne komme ud over inflationen ved f. eks. med visse mellemrum at foretage en hævnning af kronen. Alle andre foranstaltninger, såsom værdifaste obligationer o. a. l., kunne blive overflødiggjort, dersom man en gang imellem ville hæve kronen, således at resultatet alt i alt blev et nogenlunde konstant prisniveau. En sådan politik vanskeliggøres imidlertid i Danmark af flere forhold. Først kan man skride til noget så ekstraordinært som at hæve kronen, må man have sikkerhed for, at denne kronehævning virkelig er berettiget under hensyntagen til prisstigningernes omfang. Man må kort sagt lade udlandspriserne stige, og først, når de er steget i et vist omfang, foretage kronehævningen. Skal denne da ikke få katastrofale følger for ens muligheder for at konkurrere med udlandet, må lønningerne ikke være steget i løbet af denne prisstigningsperiode. Vor hjemlige

pristalsregulering har måske sin største ulempe derved, at den hindrer, at der kan opstå en tidsafstand mellem prisstigning og lønhævning. Samlede man som i andre lande lønstigningerne sammen til at foregå en gang om året, var der måske noget større muligheder for at anvende kronehævningsmetoden. Iøvrigt må det understreges, at en sådan fremgangsmåde forlanger et nøje samarbejde mellem dem, der fastsætter lønningerne, og dem, der fører pengepolitikken, et samarbejde, som i dag ikke synes at foreligge. Specielt for Danmarks vedkommende gælder det imidlertid, at en kronehævning ofte vil være meget vanskelig at foretage netop i tider med stigende priser, fordi prisstigningsperioder altid synes at have en tendens til for os at blive perioder med stærk forringelse af vore terms of trade.

Før jeg kommer nærmere ind på spørgsmålene omkring inflationen og opsparingen, kan der være grund til et øjeblik at overveje, hvad renten egentlig er, når man lever i en periode med stadigt stigende priser. Vi siger i almindelighed, at man har et højt renteniveau i Danmark; for tiden har man vel nærmest en 7% rente; tager man imidlertid hensyn til, at vi måske gennemsnitligt har 4% prisstigning om året, bliver den reelle rente set såvel med kreditors som debitors øjne kun 3%. Den, der låner for at investere, betaler nok nominelt 7%, men gennemsnitligt stiger de goder, han får, med 4%, så det, han i virkeligheden kommer af med, er kun 3%. Med en vis ret ville man kunne sige, at vi i Danmark er havnet i en meget lav rente, nemlig 3%. Det er iøvrigt påfaldende, at det er den samme rente, man kommer til, dersom man ser på, hvad renten var i tiden før 1914, hvor man i mange år havde ca. 5% nominel rente med gennemsnitlig 2% årlig prisstigning, altså også en reel rente på 3%.

Virkningerne af høj rente + forventninger om prisstigninger er dog ikke i enhver henseende de samme som af en lav rente under konstant prisniveau. Medens man ved, hvilken rentebyrde man påtager sig, når man indgår på en kontrakt, ved man ikke, hvor store prisstigningerne vil blive i fremtiden; herom kan man højst have formodninger. Erfaringerne fra den sidste menneskealder har lært os, at debitorerne har vundet på kreditorernes bekostning; vi ved, det skyldes, at de i sin tid undervurderede prisstigningerne; vi er imidlertid tilbøjelige til at tro, at dette fortsat vil ske. Endelig er det nu engang svært at komme bort fra at tænke nominelt og regne en krone for lig en krone.

At folk i almindelighed forventer prisstigninger må påvirke en række af deres økonomiske dispositioner, heriblandt dem, hvorved de træffer bestemmelse om, hvor stor deres opsparing skal være. Ved opsparing vil jeg her forstå den del af indkomsten, der i løbet af en periode ikke forbruges. Opsparingen kan man groft dele i to hovedgrupper, nemlig den passive opsparing, hvorved man enten ligger med kasse eller foretager udlån, men ikke selv investerer i realkapital, og den aktive opsparing, hvor folk i stedet

anbringer det indtjente i realkapital. At man har inflation vil have en tilbøjelighed til at hæmme den passive opsparing og sandsynligvis til at fremme den aktive. Det behøver ikke nogen nærmere påvisning, at den almindelige passive opsparing vil blive mindre tillokkende for den, der frygter pengenes faldende værdi. Han må nødvendigvis komme ind på at overveje, om ikke det kan betale sig bedre at forbruge pengene straks, i alt fald vil han ofte fristes til at bruge pengene til varige forbrugsgoder og i denne form overføre nutids indkomst til fremtids forbrug. Derimod vil der være fordele forbundet med straks at investere, for jo tidligere man når at investere, desto lavere prisniveau kan det foregå i; man kan næppe se bort fra, at en del mennesker sparer noget ekstra for allerede nu at kunne investere i stedet for at vente, til priserne er blevet højere. At inflationen således svækker opsparingsmotivet for dem, der ikke selv kan investere, men måske ligefrem fremmer det for dem, der har mulighed for dette, må betyde, at de tendenser til selvfinansiering, der i forvejen foreligger, forstærkes.

Medens en inflationsproces af den type, vi har kendt i den sidste halve snes år, ikke bevirker store forskydninger mellem aflønningen af de forskellige former for produktion, har den forringet de passive kapitalisters stilling stærkt. Alle, der har lånt penge ud og altså er passive sparere, har bundet sig til stadigt at modtage samme beløb i kr. og øre som hidtil uden hensyntagen til prisstigningerne. Den ulempe, som herved er opstået for landets kreditorer, opvejes af de fordele, landets debitorer har opnået. Således som vor økonomiske struktur nu engang er, bliver den reelle købekraft, man berøver kreditorerne, ikke noget, der på en eller anden mystisk måde bliver til fordel for alle os andre, men derimod noget, der tilfalder dem, der har gæld.

Vore landbrugere har stærkt delte interesser i inflationen, idet de på den ene side sagtens er den større gruppe, der lider størst skade ved prisstigninger. Så godt som alle de varer, de køber, hvad enten det er til investering eller til forbrug, køber de på hjemmemarkedet, og priserne herpå er bestemt af hjemmemarkedets omkostningsniveau. Derimod foregår deres salg til et udland, hvor priserne bestemmes uden hensyntagen til de hjemlige omkostninger. Men på den anden side er der næppe nogen samfundsgruppe, der i løbet af den sidste menneskealder har haft større gavn af verdens almindelige inflation, idet denne i løbet af den sidste snes år har reduceret deres reale gældsbyrde til mindre end det halve.

Omend mindre udpræget vil industrien i mange henseender være stillet på lignende måde. Takket være huslejereguleringen er husejerne ikke stillet fuldt på samme måde, idet deres indkomster kun i begrænset omfang er fulgt med priserne opad.

De forskydninger, som her har fundet sted til ugunst for de passive

grupper i samfundet og til gunst for de aktive, må, som nævnt, nødvendigvis forstærke de eksisterende tendenser til selvfinansiering.

Nu kan man selvsagt stille sig det spørgsmål, om selvfinansiering er et onde. Nogle har hævdet, at det tværtimod måtte være en fordel, at de økonomiske områder, der gik godt, fik adgang til at foretage store investeringer og de andre små.

Imidlertid må man ikke glemme, at det er en vigtig opgave for at skabe fornyelse i det økonomiske liv, for at hindre monopoldannelser og for at muliggøre det for ungdommen at komme i gang, at man giver mulighed for optagelse af lån. Medens de penge, der er opsparet gennem en selvfinansiering, på forhånd er bundet til at blive anvendt på et begrænset antal måder, vil de penge, der lånes ud, søge hen, hvor de kan finde mest profitabel anvendelse, og hvor man — i overensstemmelse med liberale tankebaner — må regne med, at der er størst brug for dem, således at de bedst kan tjene til at opfylde målet: den størst mulige produktion.

Det sidste par menneskealdre har præsenteret os for nogle forskydninger i det økonomiske liv, der har måttet øve deres indflydelse på ikke mindst de passive gruppers sparemotiv. For det første må det nævnes, at disse grupper er blevet talstærke og gennemsnitligt har fået betydeligt større indkomster end før. Det sidste moment skulle forventes at føre til, at de ville spare mere. Derimod må det forhold, at deres indkomst udgør en større andel i den samlede, trække i retning af, at den samlede opsparing må blive mindre, thi med samme indkomst synes alle erfaringer at vise, at opsparingen er større blandt selvstændige næringsdrivende end blandt lønmodtagere. Men hertil kommer, at den moderne sociallovgivning har løst en række af de spørgsmål, som folk før i tiden søgte at løse ved at have en egen opsparing.

Men det er klart, at der også foreligger andre motiver for, at folk, der er henvist til passive opsparingsformer, vil spare, såsom opsparing til køb af ejendom, bil, udenlandsrejser o. a. l. Denne opsparing holder sig kun forholdsvis kort tid i passiv form, og spørgsmålet om prisstigninger spiller derfor kun en mindre rolle.

Den lette adgang i Danmark til at belåne ejendom fører vel iøvrigt til, at den passive opsparing, der må foregå forud for køb af fast ejendom, er mere beskedent end de fleste steder.

Der er således en række forhold, der peger i retning af, at passiv opsparing må blive forholdsvis mindre end før, dog må i denne forbindelse erindres om, at den stærke indkomstilvækst må trække den modsatte vej.

En inflationsproces må bevirke en tendens til, at investeringerne bliver stærkere end før. Det må gælde om at investere, førend investeringsgoderne er blevet endnu dyrere. Endvidere må man regne med, at visse typer men-

nesker, der i normale tider ville foretrække at være passive kapitalister, under inflationen foretrækker at blive aktive for at komme ud over problemerne ved den passive kapitals decimering. Endelig foreligger den nævnte tilbøjelighed til, at forbrugere foretager investeringer i varige forbrugsgoder.

De forhold, der her er omtalt, foreligger i næsten alle lande og må her føre til et forøget aktivitetsniveau. Det skulle i og for sig ikke behøve at bevirke, at landene kommer i valutariske vanskeligheder; når Danmark ret permanent kommer i valutavanskeligheder, skyldes det næppe så meget inflationen som andre forhold; men misforholdet mellem vore investeringers og opsparingers størrelse bliver selvsagt ikke mindre aktuelt af, at vi lever i en inflationsperiode.

Den aktivitet, der foregår her i landet, anvendes stort set til tre forskellige formål. En del af produktionen investeres, en anden del forbruges, og en tredje eksporteres. Gennemfører man en større opsparring, d. v. s. en begrænsning af forbruget, må følgen blive, at der enten sker en nedgang i aktiviteten eller en forøgelse af eksporten. Under afsætningsvanskelighederne i 30'erne måtte en sådan politik først og fremmest føre til en formindsket aktivitet, men under de nu rådende forhold, hvor der hersker stor aktivitet i udlandet og ofte er lange ventetider på købet af investeringsgoder, vil en formindsket aktivitet i Danmark forholdsvis hurtigt kunne omsætte sig i større eksport til udlandet.

II. VÆRDIFASTE OBLIGATIONER

I de senere år har der gentagne gange været tanker fremme om, hvorvidt man kunne klare nogle af de vanskeligheder, der følger med inflationen, ved at indføre værdifaste obligationer¹. Man har hermed på den ene side tænkt på, at man skulle kunne komme ud over de sociale problemer, der er knyttet til, at kreditorerne stadig ser deres indkomsters købekraft blive formindsket. Det er klart, at en lang række mennesker hermed kommer i vanskeligheder, og forøvrigt også, at det sandsynligvis i en række tilfælde fører til uønskede forandringer i folks levemåde, f. eks. at ældre landbrugere undlader at sælge deres gårde o. l. På den anden side har man også været inde på tanken om, at eksistensen af værdifaste obligationer skulle resultere i en større opsparring, og at denne skulle medføre, at man fik en større eksport og dermed gav et bidrag til løsning af valutaspørgsmålet.

1. Jfr. Betænkning om værdifaste obligationer m. v., Betænkning nr. 146, København 1956.

At obligationerne gøres værdifaste vil sige, at renter og/eller afdrag gøres svingende med indkomsterne eller priserne. Jeg vil ikke her gå nærmere ind på de metoder, man tidligere har overvejet, f. eks. at gøre obligationerne indløselige med guld eller i en bestemt fremmed valuta. For at det første skal have nogen mening, måtte guld have en konstant pris, hvad det ikke har og har i mindre grad end før. At vælge en fremmed valuta til grundlag måtte forudsætte en tillid til, at der ikke vil finde prisforandringer sted i pågældende land; men hvor finder man et sådant land. Ville man endelig søge viden i tidligere tiders forslag, skulle man snarere fæstne sig ved Marshalls plan om betaling efter et bestemt indeks.

Vil man i nutiden søge efter kriterier, man kunne anvende, vil der være grund til at se på sagen fra kreditors og debtors synsvinkel hver for sig.

Hvad kreditor vil ønske, er først og fremmest, at de penge, han anbringer i obligationerne, skal give ham samme mulighed for at gøre indkøb, når han engang sælger obligationerne, som dem, han afstår fra nu, da han køber obligationer. Man kunne drøfte, om man i stedet for at sikre kreditor en konstant real købekraft skulle stille imod at sikre ham en bestemt andel i nationalproduktet. Forsåvidt man gjorde det sidste, ville det betyde, at i tider med voksende nationalindkomst pr. individ skulle han, når han engang realiserer sine obligationer, få stillet en større købekraft til rådighed end den, han i sin tid afstod fra. Så længe man ikke for andre samfundsgrupper er kommet videre med reguleringer af denne karakter, vil det næppe forekomme rimeligt at indføre den specielt for de passive kapitalister; men skulle man engang komme over til at regulere betydende gruppers indkomster efter et såkaldt velstandstal, måtte konsekvensen blive, at også de passive kapitalister skulle følge med. I øjeblikket er det kun visse kategorier af socialnydere, hvis indkomster i realiteten reguleres på denne måde.

Vil man sikre kreditorerne en fast indkomst engang i fremtiden, må man formentlig i praksis vælge imellem en af følgende fremgangsmåder. Man kan regulere indkomsten på samme måde, som man nu regulerer arbejdslønningerne, nemlig ved et detailprisindeks. Ville man i stedet vælge et engrosprisindeks, ville man få stærkere stigning, således at kreditorerne fremtidig blev i stand til at købe mere, end de nu afstår fra. Formentlig takket være bl. a. større effektivitet synes vi i den sidste menneskealder at have været inde i en periode, hvor engrospriserne stiger stærkere end detailpriserne. Ville man i stedet finde det rigtigt at lade de passive kapitalister følge med op i den almindelige velstand, måtte man formentlig mest praktisk regulere deres indkomster på tilsvarende måde, som man vil regulere grundbeløbet i folkepensionen, nemlig ved et udtryk for den gennemsnitlige indkomst. Denne metode har imidlertid den vanskelighed, at man først efter ret lang tids ventetid kan konstatere, hvor stor indkom-

sten er. I praksis måtte man derfor nok erstatte den med et indeks for den gennemsnitlige arbejds løn.

Går man derefter over til at se på sagen fra debitorens synsvinkel, vil det være praktisk at sondre mellem forskellige grupper af debitorer. Som de vigtigste skal nævnes landbrugerne, husejerne, kommunerne, de koncessionerede selskaber og staten.

Hvis man vil se det som et mål, at betalingen skal tilpasse sig debitorens evne til at betale, måtte man sagtens for landbrugerens vedkommende vælge betaling efter nettoudbytte pr. ha. Bl. a. på grund af variationer i høsten vil denne størrelse i de enkelte år kunne afvige ret væsentligt fra reguleringen af detailprisen. Imidlertid må man regne med, at i det noget længere løb skulle nettoudbyttet pr. ha komme til at variere nogenlunde i takt med detailpristallet. Dog må man se i øjnene, at der meget vel kan være nogle halvlange perioder f. eks. på 5—10 år, hvori der kan finde afvigelser sted. Jeg tænker hermed på perioder som 30'ernes landbrugskrise og krigsårenes særlig gunstige konjunkturer for landbruget. Ville man foretage en regulering efter detailprisen, ville det næppe føles som særlig urimeligt af landbrugerne. Et sådant indeks vil i alt fald nok betyde en bedre tilpasning til betalingsevnen end betalingen af et beløb, fast i kroner og øre. Derimod er det vel næppe sandsynligt, at obligationer, der blev reguleret efter nettoudbyttet pr. ha, ville få let ved at finde afsætning.

For husejeres vedkommende kunne man vel bedst tænke sig en regulering ved et indeks for huslejen. For denne kategori ville en regulering efter detailprisen kunne komme til at volde en del vanskeligheder. Takket være at man i prisstigningsperioder har indført huslejeregulering, ville husejerne næppe uden ændringer i denne regulering være i stand til at betale renter og afdrag reguleret efter detailpriserne. På den anden side vil kreditorerne næppe være særlig villige til at købe obligationer, der skulle variere efter huslejen, når man ved, at huslejerne er noget af det første, der bliver reguleret, når trusel om virkelige prisstigninger sætter ind.

For de koncessionerede selskaber, herunder også gas- og elektricitetsværker, kunne man tænke sig reguleringer efter priserne på de varer, de sælger. Fra Frankrig kendes således eksempler på obligationer, der reguleres efter prisen på elektricitet eller efter kilometertaksten på 3. kl. jernbane. Erfaringen viser, at der ikke behøver at være nogen nøje forbindelse mellem prisen på et sådant produkt og det almindelige prisniveau. F. eks. er i Danmark elektricitetsprisen slet ikke fulgt med i den almindelige prisstigning i efterkrigsårene. Det er vel iøvrigt sandsynligt, at kreditorerne vil være yderst betænkelige ved at give lån på sådanne vilkår, når vilkårene, som tilfældet er i Danmark, i den grad er afhængig af den til enhver tid gældende lovgivning. Selskaber af denne art ville utvivlsomt godt kunne yde rente af lånene, selv om disse varierede i forhold til detailpristallet.

men konsekvensen vil ofte med den takstpolitik, der nu engang føres af sådanne selskaber, blive, at priserne på de leverede goder måtte blive noget højere.

Takket være, at staten og kommunerne har mulighederne for at supplere indkomsterne for de virksomheder, hvortil de har lånt, med skatter, vil staten og kommunerne selvsagt bedre end nogen af de foregående kunne vælge hvilket som helst kriterium at yde rente og afdrag efter og følgelig bedre end nogen af de foregående kunne acceptere en regulering efter detailpristallet.

I de overvejelser, der har været fremme om at indføre værdifaste obligationer, har det først og fremmest været diskuteret at indføre sådanne for statsgældens vedkommende. Imidlertid finder jeg det rimeligt først at sige et par ord om mulighederne for at nå målet uden statens mellemkomst.

Først må det fremhæves, at der rent faktisk nu og da indgås værdifaste kontrakter. Det forekommer, at der i en gældskontrakt eller lejekontrakt er indsat bestemmelser om regulering efter et eller andet indeks e. l. Imidlertid sker det kun sjældent, og betydning for landets store mængde af kreditorer og for landets økonomiske politik vil det selvsagt først få den dag, da der udstedes værdifaste obligationer, eller pengeinstitutterne begynder at modtage penge på indeksregulerede konti.

Sagtens kunne man bedst tænke sig, at en af vore kreditforeninger begyndte med at udstede værdifaste obligationer, f. eks. obligationer, hvor renten og tilbagebetalingsbeløbet altid skulle ganges med et udtryk for detailpristallet. Afgørende for, om sådanne obligationer fandt købere og låntagere måtte være den effektive rente, hvortil obligationerne kunne afsættes.

For bedre at kunne studere virkningerne af, at obligationerne er gjort værdifaste, ses der foreløbig bort fra virkningerne af ændringer i landets almindelige renteniveau og fra ændringer i forventningerne til ændringer i landets almindelige prisniveau. Der regnes således med, at man stadig har forventninger om samme årlige stigning i det almindelige prisniveau.

Den kurs, hvortil værdifaste obligationer under disse forhold vil kunne finde afsætning, må formodes først og fremmest at være afhængig af den kurs, en almindelig obligation afsættes til og forventningerne til den fremtidige prisudvikling. Sætter vi i dag renten til 7% og forventningerne til prisstigningerne til 4%, skulle man rent umiddelbart vente, at en sådan værdifast obligation skulle kunne afsættes til en kurs svarende til en rente på knap 3%. Imidlertid er forholdet noget mere kompliceret. Prisforventningerne er ikke de samme hos alle mennesker. Man må regne med, at de, der først og fremmest vil søge over til de værdifaste papirer, vil være de mest pessimistiske kreditorer, d. v. s. dem, der tror, at priserne vil stige

med mere end 4% om året. Fra begge sider vil man stå over for en udbuds- og efterspørgselskurve efter disse obligationer, bestemt af de forskellige forventninger til den fremtidige prisudvikling.

Blandt debitorerne vil det også være de mest pessimistiske, der vil være mest interesserede i at optage et indeksreguleret lån. Er forskellen mellem renten på et almindeligt lån og et indeksreguleret f. eks. 4%, vil låntageren, der »kun« venter 2% prisstigning, optage et indeksreguleret lån.

Bliver resultatet af dette sammenspil mellem de mest pessimistiske kreditorer og mest pessimistiske debitorer, at en sådan obligation kan afsættes til en rente på 3%, må man spørge sig selv om, hvem der er bedst stillet, den kreditor, der har udlånt sine penge til nominelt 7%, eller den kreditor, der låner dem ud til reelt 3%. Dette afhænger ganske af, hvorvidt prisforventningerne opfyldes.

Viser det sig f. eks., at forventningerne bliver opfyldt, vil følgen blive, at de to parter er blevet lige godt stillet. Begge har da f. eks. udlånt 100 kr., og begge har de, for så vidt der ingen ændringer i mellemtiden er sket i de almindelige forventninger til den fremtidige prisudvikling, efter at et år er gået, 107 kr. til rådighed. Ejeren af den sædvanlige obligation får 7 kr. i rente, medens indehaveren af den værdifaste obligation får hovedstolen opskrevet med 4 kr. og får derudover 3% af den således opskrevne hovedstol eller sammenlagt en bagatel over 7 kr. Viser det sig derimod, at priserne er steget langt stærkere, end man på forhånd ventede, f. eks. således at de er steget med 10%, vil følgen blive, at den mand, der har placeret sine penge værdifast, vil være bedre stillet. Han vil efter et års forløb have ca. 113 kr. til disposition, medens kollegaen, der har købt en traditionel obligation, kun vil have 107 kr. Endelig kan det nævnes, at undlader priserne at stige eller stiger de mindre end de forventede 4%, vil den mand, der har placeret sine penge på traditionel vis, være bedst stillet. Er f. eks. priserne steget med kun 2%, vil manden, der har placeret pengene værdifast, kun have ca. 105 kr. til rådighed, medens kollegaen vil have 107 kr. Det afhænger således ganske af, om den faktiske prisudvikling svarer til prisforventningerne eller ikke, om det er en fordel at have sine penge placeret værdifast.

Det ovenfor anførte er af størst betydning for den, der køber obligationer som anlægspapir. Køber man imidlertid obligationer for atter at sælge dem, må man tage hensyn til de kursforandringer, der kan indtræde.

Disse kan dels skyldes ændringer i det almindelige renteniveau; de heraf forårsagede ændringer må være ens for begge slags papirer. Men forskydninger i kursniveauet kan også skyldes, at folks prisforventninger bliver anderledes. Forventes der således større prisstigninger end tidligere, vil forskellen mellem de to slags obligationers effektive rente blive større end før. Hvis man ved et års begyndelse har forventninger om, at priserne vil stige

med 4 % årlig, men er denne forventning ved årets slutning ændret til en forventning om en fremtidig årlige prisstigning på f. eks. 6 %, vil renteforskellen mellem de to slags obligationer nu udgøre ca 6 % i stedet for ca. 4 %. Forskydes nutidens forventninger til fremtidens priser i samme retning som den just allerede afsluttede fortids priser er afvejet fra fortidens forventninger til prisudviklingen, må kurserne komme til at variere således, at indehaverne af de værdifaste obligationer i tider, hvor de faktiske prisstigninger bliver større end de forventede, får en kursgevinst, medens de, når prisforventningerne viser sig at have været overdrevet, må konstatere et kurstab.

At det afgørende for gevinst eller tab ikke er selve prisudviklingen, men denne sat i forhold til den forventede prisudvikling, skulle ikke behøve at forhindre, at folk fandt hinanden, og at de værdifaste obligationer fandt afsætning. Som foran nævnt er folks forventninger til prisudviklingen forskellige, og det er klart, at er markedet indrettet således, at forskellen mellem den værdifaste og den nominelle obligation bliver 4 % og har kreditor den tro, priserne vil stige 6 %, vil han selvsagt købe en sådan værdifast obligation; og den debitor, der tror, at priserne nok vil stige et par procent, vil ikke betænke sig på at optage lån i den værdifaste serie. Hertil kommer, at mange mennesker slet ikke har nogen egentlig forestilling om, hvordan priserne vil udvikle sig i fremtiden, men bare en almindelig usikkerhedsfølelse over for fremtiden. Det kan følgelig være en fordel at have sikret sig nogle værdifaste obligationer for det tilfælde, at det værste skulle hænde. Omvendt vil der kunne være debitorer, der er ligeså usikre, men føler sig trygge ved at vide, at den byrde, de påtager sig, altid målt i reale goder, vil være den samme. Den almindelige tendens til at sprede sig over papirer af forskellig type vil trække i retning af, at folk også vil have nogle af disse obligationer.

Der er således næppe grund til at betvivle, at åbnede en kreditforening en sådan værdifast serie, skulle den nok finde både låntagere og långivere. Om det ville blive til fordel for långiverne er ikke til at vide på forhånd, idet det ganske vil afhænge af, hvordan de faktiske prisstigninger vil forholde sig til de forventede.

Efter den gældende lovgivning er der visse forhold, der står hindrende i vejen for, at kreditforeninger vil kunne begynde en sådan virksomhed. Det drejer sig imidlertid blot om nogle småændringer i kreditforeningsloven og i tinglysningsloven; der er næppe nogen tvivl om, at, dersom en kreditforening ville ønske at starte en sådan virksomhed, ville det være let for denne at få de nødvendige lovændringer igennem folketinget. Jeg er tilbøjelig til at tro, at man i folketinget ville blive i den grad forbløffede over at se et initiativ til noget nyt udgå fra kreditforeningernes side, at man ville gå med til hvad som helst. Kreditforeningerne er jo kendt

for at mangle det, Agnes Henningsen skal eje i så rigt mål, »letsindighedens nådegave«.

Den type institutioner, der ved siden af kredit- og hypotekforeninger bedst kunne tænkes at ville kunne gå ind i en virksomhed med indeksregulerede lån, måtte formentlig blive sparekasserne. De låner i et vist omfang ud til tilsvarende formål og måtte formodentlig kunne få debitorer og kreditorer til at mødes på et tilstrækkeligt lavt renteniveau.

Et særligt problem dukker op for de institutioner, der er indstillet på at være mellemmand imellem publikum og kreditforeningernes låntagere. Jeg tænker her først og fremmest på livsforsikringsselskaberne, men også på den del af sparekassernes virksomhed, som bruger obligationer som anbringelsesmåde for indskydernes midler. Man kunne tænke sig, at livsforsikringsselskaberne begyndte at udstede indeksregulerede policer. For at selskaberne skulle kunne påtage sig noget sådant, måtte de være sikre på, at de, så længe forsikringsforholdet løb — og det kan jo være i op til et halvt hundrede år — til stadighed skal kunne købe indeksregulerede obligationer. Det er klart, at livsforsikringsselskaberne ikke tør vove sig igang med at udstede indeksregulerede livsforsikringspolicer, medmindre staten på en eller anden måde kommer ind i billedet. Ganske vist løber selskaberne samme risiko i dag, idet selskabernes virksomhed i dag er baseret på, at der også fremtidig vil komme obligationer frem på markedet, men det er dog helt anderledes sikkert, at der fremtidig vil være almindelige obligationer at købe, end at der vil være indeksregulerede. Førend de indeksregulerede har eksisteret i en længere årrække, er det næppe sandsynligt, at livsforsikringsselskaberne uden statens garanti vil vove sig i lag med at udstede indeksregulerede policer.

Indtil nu er intet pengeinstitut i Danmark gået i gang hermed. I Finland har sparekasserne forsøgt sig med noget sådant, men der har man jo også haft en inflation af et helt andet omfang end vor.

Da der ikke er nogen udsigt til, at private pengeinstitutter vil tage fat på denne opgave, er det nærliggende at stille spørgsmålet, om man kan vente, at staten vil påtage sig den. Førend man besvarer dette spørgsmål, vil der være grund til at spørge om, hvorfor den skulle gøre det. Dersom staten ville udstede indeksregulerede obligationer, der blev solgt til den kurs, som markedet ville betinge bestemt af den forventede prisudvikling, ville staten hverken komme til at vinde eller tabe, dersom de forventede prisforventninger slog til. Staten ville formodentlig kunne få opsparingen til at blive noget større. Det er vel ikke udelukket, at den sikkerhed, der knytter sig til indeksregulerede obligationer, vil kunne få en og anden til at afstå fra at købe varige forbrugsgoder. Derimod er det ikke sikkert, at de værdifaste obligationer, hvis de sælges til markedets vilkår, vil løse det sociale problem, der er knyttet til den faldende pengeværdi.

Imidlertid er staten ikke på samme måde som kreditforeningerne bundet til at sælge obligationerne til den kurs, man kan få på markedet. Man kan jo meget vel tænke sig, at staten ville holde udsalg af dem til en lavere kurs end markedskursen. Resultatet ville blive, at det ville være en direkte fordel at købe sådanne obligationer. Der er ingen tvivl om, at i vide kredse ville man da foretrække at placere sine penge i værdifaste obligationer fremfor i obligationer med nominel rente. Virkningerne på den samlede opsparing må nærmest blive den samme som virkningerne af en noget højere rente. Selvom de fleste penge, der vil finde anvendelse til køb af værdifaste obligationer, ville være blevet opsparet alligevel, vil der nok komme en mindre forøgelse i den samlede opsparing, takket være den sikrere fremtid og den højere rente.

Forsåvidt indførelse af værdifaste obligationer fører til større statsudgifter, opstår problemet om, hvad der har størst virkning på opsparingen, nemlig den negative virkning, der udgår fra skatteydernes større skattebetaling, eller den positive virkning, der udgår fra rentenydernes større renteindkomster. Uden nærmere redegørelse for, hvilke skatter det drejer sig om, vil man ikke kunne udtale sig herom.

Dersom man tænker sig de værdifaste obligationer solgt på Børsen og under fri prisdannelse, er der grund til at antage, at folk alt efter de varierende forventninger til den fremtidige prisudvikling vil søge over fra den ene gruppe obligationer til den anden. Får folk forventninger om stærkere prisstigninger, vil forskellen mellem de to obligationstyper blive større. Skulle folk pludselig begynde at vente prislejligheder, vil man kunne opleve, at kursen på de værdifaste obligationer bliver lavere end på de almindelige obligationer, her forudsat samme rente og øvrige vilkår. Disse voldsomme svingninger har man fra nogle sider haft betænkeligheder ved at introducere på kapitalmarkedet. Mig forekommer det, at de ikke er af forskellig karakter fra dem, der allerede foregår på kapitalmarkedet. Man kan blot tænke på de betydelige omplaceringer mellem obligationsmarkedet og aktiemarkedet, der har fundet sted de senere år. Man kan vel også tilføje, at netop takket være, at man i Danmark har et ualmindeligt smidigt kapitalmarked, vil sådanne forskydninger kunne foregå hurtigt og uden at bringe for store forstyrrelser. På den anden side er det selvsagt klart, at det i mange henseender vil virke med til at skabe uro i det økonomiske liv, at man ligefrem på Børsen skulle give sig til at notere forventningerne til den fremtidige prisudvikling. Ganske pudsigt ville det være, om man fra statens side begyndte at sælge værdifaste serielån. Af forskellen mellem udbudspriserne for de to typer serielån ville man da uden vanskelighed kunne aflæse finansministeriets forventninger til den fremtidige prisudvikling. Det ville i alt fald være en størrelse, der kunne bruges til meget i tiden op til et valg.

I stedet for sådanne store foranstaltninger som dem, jeg hidtil har nævnt, kan man tænke sig mere specielle og mere socialt betonedede til fordel for enkelte samfundsgrupper. Man kan i den forbindelse nævne den lov, vi har fået gennemført her i landet, hvorved der som et led i folkepensionen kan foretages værdifast opsparing. Man kan også nævne det forslag, der er stillet af det radikale parti om værdifast opsparing af forholdsvis små beløb.

Introduktionen af værdifaste obligationer skulle ikke umiddelbart formodes at kunne påvirke kurserne for de almindelige obligationer. At der kommer til at cirkulere sådanne obligationer i stedet for nogle af de almindelige skulle ikke kunne påvirke den samlede likviditet i samfundet.

Skulle den nye obligationstype føre til noget større opsparing i samfundet, vil resultatet, takket være opsparingens virkning på valutasisituationen, kunne blive en noget lempeligere kreditpolitik og dermed noget lavere rente for begge slags papirer; afstanden mellem renterne for de to slags papirer må fortsat formodes at blive bestemt af forventningerne til prisudviklingen.

Eksistensen af papirer af denne art vil sikkert af mange passive kapitalister blive opfattet som en fordel; den vil fritage en del af dem fra af forsigtighedshensyn at søge over i de aktives rækker og vil sagtens afholde dem fra en del køb af varige forbrugsgoder. Selvfinansieringstendenserne vil således blive noget svækket.

Mange vil sikkert mene, at man i stedet for at forsøge sig med sådanne foranstaltninger skulle gøre en kraftanstrengelse og sørge for fremtidig at holde mere konstant prisniveau. Imidlertid er en sådan fremgangsmåde, således som jeg nævnte foran, næppe gennemførlig under vore nuværende institutionelle forhold. Tænker man sig, at en værdifast opsparing ville vinde stor udbredelse, er det jo iøvrigt et spørgsmål, om ikke forholdene i mange henseender ville blive de samme som under konstant prisniveau. Såvel under konstant prisniveau som under værdifast opsparing vil kreditorer og debitorer vide, at de henholdsvis får tilbage og må tilbagebetale samme mængde i reale goder, som de i sin tid henholdsvis lånte ud og lånte. Man skulle derfor vente, at de to grupper skulle opføre sig ganske, som om de havde konstant prisniveau. Nu vil der jo altid, når man går i enkelthederne, vise sig alligevel at være forskelle, men stort set må denne konklusion vist være rigtig.

Et særligt spørgsmål er det, om værdifast opsparing vil ændre inflationens forløb. I og for sig skulle man ikke tro det, idet initiativet til prisforhøjelser først og fremmest udgår fra udlandet og arbejdsmarkedet; men med til at bestemme vore hjemlige organisationers stilling til dette spørgsmål er vel, at man har regnet med, at organisationerne vandt noget ved et stigende prisniveau. En af de måder, hvorpå man har ment at

vinde, er ved, at de passive kapitalister taber. Det er ganske vist først og fremmest debitorerne, der får gevinsten, men mange organisationer har sikkert haft en fornemmelse af, at noget af den gevinst tilfalder dem. Efterhånden som alle er blevet organiseret, og som tilpasningen til nye initiativ foregår hurtigere og hurtigere, opstår spørgsmålet, om man kan vinde noget, når alle deltager i kapløbet om højere indkomster. Indtil nu har i det mindste debitorerne vundet på kreditorernes bekostning, og de mange, der er ansat under debitorerne, har måske følt, at de på en eller anden måde selv fik en andel heraf; bliver imidlertid også kreditorernes indkomster indeksregulerede, er der ligesom ikke længere nogen tilbage, der kan snydes.

At kreditorernes tilgodehavender bliver indeksregulerede, kunne man vente både ville forstærke og formindske inflationen. Inflationen kunne blive stærkere, fordi nu forsvandt den sidste part, der virkelig havde en interesse i at holde igen. Det er imidlertid næppe sandsynligt, at denne virkning er særlig stærk, for ingen part er vel svagere repræsenteret end sparerne.

Det forekommer mig fuldt så sandsynligt, at det skulle føre til, at kampen om større nominelle indkomster blev svækket, fordi det nu bliver klart, at der ingen er tilbage, man kan tage noget fra. Imidlertid må man gøre sig klart, at en standsning af kampen forlanger en aftale, og den, der bryder aftalen, har en fordel, indtil alle de andre er fulgt med op. Der vil derfor være en fare for, at aftaler kun holder en vis tid, og at et initiativ til at bryde dem takket være kraftige organisationer og gennemført indeksregulering omgående vil give anledning til en stærk og hurtig bevægelse opad.

Det er selvsagt meget vanskeligt at have nogen bestemt mening om, hvad der vil blive dominerende, interessen for at standse kampen eller kræfterne, der bevirker, at kampen, hvis den bryder ud, bliver stærkere end nogensinde før, fordi den sidste part nu også er blevet sikret sin andel af nationalproduktet. Begge dele kan ske; sandsynligvis vil de ske skiftevis.