

KREDITRATIONERINGENS TEORI

AF JOHN VIBE-PEDERSEN¹

1. En realistisk og differentieret rente- og kreditteori må kunne give en tilfredsstillende forklaring på kreditrationeringen og dennes sammenhæng med andre forhold. Formålet med denne artikel er at give et bidrag til en sådan teori, specielt for så vidt angår sammenhængen mellem kreditrationering og likviditets- og renteforhold, hvorimod spørgsmålet om kreditrationeringens virkninger ikke behandles udførligt.

Udgangspunktet for de følgende overvejelser er opstillingen af forskellige forudsætninger m. h. t. bankernes handlemåde, hvor det imidlertid hele tiden forudsættes, at bankerne først og fremmest handler ud fra hensynet til deres gevinst. Det skal ikke benægtes, at bankerne i praksis også vil tage en række andre hensyn, men det forekommer rimeligt at gå ud fra, at bankerne som private virksomheder må have det primære formål at indtjene et overskud, og at andre hensyn må være af mere sekundær karakter.

Det bør måske fremhæves, at der i denne artikel er tale om en teoretisk model, der nok lige så lidt som andre sådanne modeller kan anvendes på konkrete forhold uden væsentlige modifikationer. Nogle af de modifikationer, som må foretages ved anvendelsen på aktuelle danske forhold, er antydnet i artiklen.

2. Hvis man tænkte sig, at bankerne i udpræget grad drev gevinstmaksimerings-politik på kort sigt, ville kreditrationering ikke kunne forekomme. Bankerne ville da sætte deres udlånsrente op for korte lån², når efterspørgslen oversteg, hvad man ved eksisterende rentesatser og given likviditet mente at kunne effektuere. Derved ville det blive fordelagtigt for bankerne at sælge ud af deres obligationsbeholdning for at skaffe forøget likviditet som basis for forøgede udlån, som ved de højere udlåns-satser ville være mere fordelagtige.

Under disse omstændigheder ville forholdet mellem den korte rente (ban-

1. Lektor ved Københavns Universitet.

2. I bankernes udlånsbetingelser forudsættes fastsat en bestemmelse om, at udlånsrenten kan varieres op og ned under lånets løbetid, hvorved bankernes udlån uanset løbetiden bliver at betragte som korte lån.

KREDITRATIONERINGENS TEORI

AF JOHN VIBE-PEDERSEN¹

1. En realistisk og differentieret rente- og kreditteori må kunne give en tilfredsstillende forklaring på kreditrationeringen og dennes sammenhæng med andre forhold. Formålet med denne artikel er at give et bidrag til en sådan teori, specielt for så vidt angår sammenhængen mellem kreditrationering og likviditets- og renteforhold, hvorimod spørgsmålet om kreditrationeringens virkninger ikke behandles udførligt.

Udgangspunktet for de følgende overvejelser er opstillingen af forskellige forudsætninger m. h. t. bankernes handlemåde, hvor det imidlertid hele tiden forudsættes, at bankerne først og fremmest handler ud fra hensynet til deres gevinst. Det skal ikke benægtes, at bankerne i praksis også vil tage en række andre hensyn, men det forekommer rimeligt at gå ud fra, at bankerne som private virksomheder må have det primære formål at indtjene et overskud, og at andre hensyn må være af mere sekundær karakter.

Det bør måske fremhæves, at der i denne artikel er tale om en teoretisk model, der nok lige så lidt som andre sådanne modeller kan anvendes på konkrete forhold uden væsentlige modifikationer. Nogle af de modifikationer, som må foretages ved anvendelsen på aktuelle danske forhold, er antydet i artiklen.

2. Hvis man tænkte sig, at bankerne i udpræget grad drev gevinstmaksimerings-politik på kort sigt, ville kreditrationering ikke kunne forekomme. Bankerne ville da sætte deres udlånsrente op for korte lån², når efterspørgslen oversteg, hvad man ved eksisterende rentesatser og given likviditet mente at kunne effektuere. Derved ville det blive fordelagtigt for bankerne at sælge ud af deres obligationsbeholdning for at skaffe forøget likviditet som basis for forøgede udlån, som ved de højere udlåns-satser ville være mere fordelagtige.

Under disse omstændigheder ville forholdet mellem den korte rente (ban-

1. Lektor ved Københavns Universitet.

2. I bankernes udlånsbetingelser forudsættes fastsat en bestemmelse om, at udlånsrenten kan varieres op og ned under lånets løbetid, hvorved bankernes udlån uanset løbetiden bliver at betragte som korte lån.

kernes udlånsrente) og den lange rente være bestemt af den velkendte regel, at 1 kr., der anbringes på rente og rentes rente, skal vokse til samme beløb, hvis den anbringes i lange lån, og hvis den anbringes i successive korte lån til den rente, som forventes i de enkelte perioder. Under sådanne forhold ville altså sammenhængen mellem lang og kort rente være bestemt af formlen:

$$(1 + R)^n = (1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3) \dots (1 + r_n)$$

hvor R er den lange rente og r_1, r_2, \dots, r_n er den *forventede* korte rente i hver af de fremtidige n perioder.

Forholdet mellem den lange og den korte rente afhænger således af forventningerne med hensyn til den fremtidige renteutvikling, og i de tilfælde, hvor en stigning i den lange rente forventes at blive af kortere varighed, skulle den korte rente stige meget kraftigt¹.

Kreditrationering ville derfor åbenbart være udelukket, hvis bankerne faktisk drev gevinstmaksimeringspolitik på kort sigt. I en situation, hvor bankernes likviditet formindskedes, ville vi få stigninger i både den lange og den korte rente, og den korte rente ville få en sådan højde, at det kunne betale sig for bankerne at tage et kurstab på deres obligationer, når de sælger disse for at tilfredsstille efterspørgslen efter korte lån.

Ganske vist vil bankernes obligationssalg ikke direkte forøge banksystemets nettotilgodehavender i Nationalbanken, når stat og Nationalbank ikke optræder i markedet og derved ændrer forsyningen med betalingsmidler. En banks salg af obligationer må svare til et køb enten fra en anden bank eller fra en bankkunde. Den eneste forøgelse af banksystemets nettotilgodehavender i Nationalbanken, der kan opstå, når bankerne sælger ud af deres obligationer, kommer på følgende måde: Obligationssalget medfører et stigende renteniveau. Dette må formodes at bevirke lavere økonomisk aktivitet, og dermed formindskes den mængde sedler, publikum ønsker at ligge med til transaktionsformål; da den overflødiggjorte seddelmængde afgives til bankerne, forøges banksystemets likviditet med beløbet. Denne virkning vil imidlertid næppe være kraftig².

1. En stigning i den lange rente — for et evigtvarende lån — fra 4 til 5 % skulle f. eks. give en stigning i den korte rente fra 4 til 30 %, hvis den lange rente forventes at falde til det oprindelige niveau på 4 % i løbet af eet år. I så fald vil nemlig anbringelse af 80 kr. i et sådant 4 % evigtvarende lån ved kurs 80 ($R = 0,05$) forventes at indbringe en kursgevinst på 20 kr. + renteindtægten på 4 kr. = ialt 24 kr. i løbet af eet år, svarende til 30 % af købesummen på 80 kr.

2. Sammenligner man seddelømløbet og nettonationalindkomsten her i landet, finder man et gennemsnitligt forhold på omkr. 0,08 imellem disse to størrelser. Hvis det marginale forhold mellem seddelømløb og nationalindkomst er omtrent som det gennemsnitlige, hvilket forekommer sandsynligt, følger at en nedgang i nettonationalindkomsten på 100 mill. kr. kun vil frigøre ca. 8 mill. kr. sedler.

Yderligere kan banksystemets likviditetsstilling forbedres derved, at bankkunder ombytter likvide tilgodehavender i bankerne med obligationer, som de køber fra bankerne, hvorved bankernes likviditetsbehov formindskes. Der kan også forekomme en indbyrdes udligning mellem de enkelte bankers likviditet.

Den væsentligste virkning af en likviditetsnedgang (eller en forøget efterspørgsel efter banklån) ville imidlertid blive stigningen i renteniveauet, der vil begrænse efterspørgslen efter lån i bankerne. Når den korte rente sættes op i et sådant omfang, at det for bankerne kan ækvivalere kurstabet på det obligationssalg, som foretages for at tilfredsstille efterspørgslen, så er der ikke nogen bremse på bankernes obligationssalg. Derfor vil også den lange rente stige og fortsætte med at stige, indtil renteniveauets højde alene er tilstrækkelig til at bremse efterspørgslen efter lån tilstrækkeligt.

Det højere renteniveau vil nemlig virke bremsende på aktiviteten, hvilket især gælder for den lange rentes vedkommende, og derved mindskes ikke blot publikums seddelbehov, men også deres behov for banklån.

3. Hvor kraftig en virkning på den lange og den korte rente, man under de nævnte forudsætninger ville få ved en given formindskelse af likviditeten (defineret som bankernes nettotilgodehavender på folio i Nationalbanken), vil afhænge af en række faktorer. Således vil likviditeten i udgangssituationen spille ind, idet bankernes mulighed for at forøge udlånene uden salg af obligationer ikke vil blive formindsket så stærkt, hvis de i forvejen har rigelig likviditet. Ligeledes vil likviditetsnedgangen naturligvis virke desto kraftigere, jo større bankernes traditionsbestemte likviditetskrav er i forhold til deres forpligtelser. Et tredje væsentligt forhold er spørgsmålet om, hvilken virkning det stigende renteniveau vil have på forventningerne m. h. t. det fremtidige renteniveaus udvikling over tiden. Og som et fjerde forhold kan nævnes spørgsmålet om, hvilken virkning en given rentestigning vil have m. h. t. at begrænse låntagernes ønske om lån, hvilket også vil være afhængig af forventningerne, idet låneønskerne vil blive begrænset stærkere af en rentestigning, som forventes at blive kortvarig, end af en, som forventes at blive af længere varighed (muligheden for at udsætte investeringerne vil spille større rolle ved forventet kortvarig rentestigning). Heroverfor står dog, at en forventet langvarig høj rente også kan påvirke de erhvervsdrivendes forventninger om de fremtidige afsætningsmuligheder og dermed investeringernes grænseeffektivitet.

Som det ses, kan disse faktorer opfattes som en dynamisering af de almindelige rentebestemmende faktorer, likviditetsfunktionen, likviditeten og investeringernes grænseeffektivitet. En mere formel matematisk opstilling af et sådant dynamisk system lønner sig næppe, men et eksempel kan illustrere denne analysemetode.

Lad os tænke os, at vi får en given nedgang i likviditeten fra en situation,

hvor bankernes likviditet i forvejen var ret stram. Denne likviditetsnedgang kan f. eks. hidrøre fra et valutaunderskud, hvis likviditetsvirkning ikke neutraliseres af stat og Nationalbank. Hvis nu både bankerne og publikum forventer, at denne tilstand vil blive af kort varighed, f. eks. på grund af tillid til, at der vil blive truffet andre foranstaltninger, som vil genoprette valutastillingen, så vil den korte rente stige langt kraftigere end den lange rente, fordi rentestigningen forventes at blive af kort varighed. Forholdet r_1/R vil vokse stærkt. Hvis derimod tilstanden forventes at blive af længere varighed, vil både den korte og den lange rente stige, men r_1/R vil ikke ændre sig så kraftigt, både fordi der skal en mindre stigning i den korte rente til at ækvivalere et givet kurstab på lange papirer, når stigningen i den korte rente ventes at blive af længere varighed, og også fordi en stigning i den korte rente vil være mindre effektiv til at gennemtvinge udsættelse af investeringerne og dermed mindre låneønsker, når rentestigningen ventes at blive af længere varighed. Kun en stigning i den lange rente vil derfor være effektiv til at begrænse låneønskerne.

4. Under den hidtil opstillede forudsætning, at bankerne søgte gevinstmaksimering på kort sigt, kunne kreditrationering ikke forekomme, ganske uanset Nationalbankens politik. Denne situation danner derfor et naturligt udgangspunkt og sammenligningsgrundlag for diskussionen af kreditrationeringen.

Ved en analyse af kreditrationeringen rejser der sig især fire spørgsmål:

- a) Hvad skal man forstå ved kreditrationering?
- b) Hvorfor rationerer bankerne kreditten?
- c) I hvilket omfang og efter hvilke kriterier sker denne rationering under forskellige forhold?
- d) Hvilke virkninger har denne rationering?

Afgrænsningen af begrebet kreditrationering volder visse vanskeligheder, fordi kredit ikke er nogen homogen »vare«, og en kreditydelse vil derfor være afhængig af låntagerens forhold, især ud fra hensynet til risikoen for misligholdelse m. h. t. rente og tilbagebetaling.

Ikke desto mindre kan man opstille følgende definition på kreditrationering:

Kreditrationering forekommer, hvor en bank af hensyn til sin likviditetsposition afslår at tilfredsstille låneanmodninger, som iøvrigt m. h. t. sikkerhedsstillelse og andre forhold tilfredsstiller bankens normale krav for lån af den pågældende type.

Denne definition volder imidlertid visse vanskeligheder. Der kan således foreligge den mulighed, at bankens opfattelse af, hvad der udgør normal sikkerhedsstillelse, vil være afhængig af likviditetssituationen. Ganske vist vil man formelt let kunne klare dette problem ved en præcisering af oven-

stående definition, men i praksis vil det medføre, at kreditrationeringsbegrebet bliver uskarpt. Det bliver vanskeligt at konstatere, om der faktisk foreligger kreditrationering i en bestemt situation. Denne uklarhed forstærkes ved, at bankernes opfattelse af, hvilke sikkerhedskrav man må stille, også kan variere af andre grunde. At begrebet kreditrationering på denne måde i praksis bliver uskarpt, forhindrer dog ikke, at man kan anvende begrebet. For teoretiske formål kan ovenstående definition anvendes uændret, idet man ved bankens normale krav m. h. t. sikkerhedsstillelse m. v. forstår de krav, som banken ville stille, hvis dens likviditetsposition var mere end tilfredsstillende.

Heller ikke i praksis volder denne uskarphed antagelig større vanskeligheder, idet variationer i krav om bankmæssig sikkerhed, som skyldes likviditetspositionen, næppe spiller nogen afgørende rolle (jfr. senere om de kriterier, hvorefter kreditrationeringen sker).

5. Når man søger efter årsagen til, at bankerne foretager kreditrationering i stedet for at tilpasse den korte rente efter det foran fremstillede mønster, vil det være naturligt at spørge, om bankerne altid har foretaget kreditrationering, eller om det er et nyere fænomen, som man kan forklare ved ændringer i bankernes situation.

Der er meget, der tyder på, at kreditrationeringen for alvor har holdt sit indtog, efter at de frie internationale kapitalbevægelser ophørte. Dette er også meget naturligt, idet frie internationale kapitalbevægelser indebærer, at udsvingene i såvel den korte som den lange rente bliver af beskeden størrelsesorden. Når kapitalbevægelser reagerer ret hurtigt og i omfattende grad på renteforskelle mellem forskellige lande, vil den rentestigning, der hidrører fra en nedgang i likviditeten, meget hurtigt medføre kapitalimport, som standser likviditetsnedgangen og evt. endda medfører en fornyet stigning i likviditeten. Derved bliver et frit rentemarked muligt, uden at renteudsvingene bliver af den størrelsesorden, som man må vente under et frit rentemarked *uden* frie kapitalbevægelser.

De internationale kapitalbevægelser er derfor en naturlig forklaring på, at mere omfattende kreditrationering fra de private bankers side ikke fandt sted under guldmøntfoden. Rentestigningerne blev ganske vist ikke tilstrækkelige til at begrænse låneønskerne i fornødent omfang i forhold til likviditeten, men de førte til gengæld til en forøget likviditet, der gjorde en sådan mere omfattende begrænsning af låneønskerne unødvendig.

Men når der ikke længere er frie internationale kapitalbevægelser, kan et frit rentemarked uden kreditrationering vanskeligt undgå at medføre kraftige udsving navnlig i den korte rente. Dette gælder især, hvis stat og Nationalbank ønsker at anvende kreditpolitikken til hyppige og væsentlige påvirkninger af den økonomiske aktivitet. Sådanne voldsomme udsving i rentesatserne strider imidlertid utvivlsomt mod bankernes interesse i ge-

vinstmaksimering på længere sigt. De bringer uro i kundernes dispositioner, kan let skabe modvilje mod bankerne, give anledning til beskyldninger for udnyttelse af monopolstilling (om sådanne beskyldninger ville være berettigede, er i denne forbindelse irrelevant), og vanskeliggør i det hele taget bankernes forhold til publikum. Dette svarer helt til forholdene i andre virksomheder, hvor økonomiske overvejelser af kortsigtet karakter egentlig skulle føre til kraftige prisvariationer, men hvor man af hensyn til kunderne og den offentlige mening søger at undgå disse prisændringer (som eksempel kan nævnes den amerikanske automobilindustri i efterkrigsårene).

Der er derfor al mulig grund til at tro, at selv om kreditrationeringen strider mod gevinstmaksimeringsprincippet på kort sigt, kan denne metode alligevel forekomme bankerne rationel ud fra mere langsigtede overvejelser.

Hvis man på denne måde kan fortolke kreditrationeringen ud fra et ønske om gevinstmaksimering på langt sigt, følger deraf, at det kriterium, bankerne vil anvende, når de afgør, på hvilken måde kreditten skal fordeles blandt lånsøgerne, må blive af privatøkonomisk karakter. De kunder, som får lettest ved at få kredit, bliver dem, der på længere sigt anses for at være af særlig betydning for banken.

Dette kriterium vil dog blive suppleret med andre hensyn, bl. a. vil hensynet til mere personlige tilknytningsforhold mellem banken og bestemte kunder utvivlsomt spille en rolle, og det bliver således bankens gamle kunder, og blandt dem især de store, gode kunder, der bliver gunstigst stillet under en kreditrationering¹.

6. Et vigtigt problem ved den nærmere analyse af kreditrationeringen bliver spørgsmålet om sammenhængen mellem rentens højde (specielt den lange rentes højde) og kreditrationeringens omfang.

De overvejelser, bankerne her må foretage, består i en afvejning af på den ene side fordelene — pekuniære og immaterielle, på kortere og længere sigt — ved at betjene kunderne i bestemt omfang, og på den anden side det direkte tab, der følger med en sådan långivning, derved at banken bliver nødt til at sælge ud af sin obligationsbeholdning (med kurstab) eller bliver forhindret i at forøge sin obligationsbeholdning (med stor sandsynlighed for kursgevinst).

Ved en ren rentepolitik uden kreditrationering er problemet for bankerne at afveje tabet ved salg af obligationer (eller afkald på gevinst ved at undlade køb) imod en stigning i den korte rente. Under kreditrationering drejer det sig om at afveje dette tab imod fordelene ved at betjene sine kunder i lidt større omfang (fordele, som det vil være vanskeligere at tillægge bestemt økonomisk værdi). Men i begge tilfælde bliver forventningerne om den fremtidige renteutvikling af afgørende betydning.

1. Jfr. Jørgen Pedersen og Carl Erik Sørensen: »Hvorledes reagerer bankerne?« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 1950 p. 93—124.

Denne betragtning er helt analog med den almindelige grænsebetragtning, der siger, at grænseomkostningerne skal være lig med grænseindtægten.

Grænseindtægten er her de fordele, der på længere sigt er forbundet med at betjene sine kunder i lidt større omfang, f. eks. ved at udvide kreditgivingen med 100 kr.

Grænseomkostningerne er det beløb, man må give afkald på ved at foretage en sådan udvidelse af kreditgivingen med 100 kr., og kan beregnes som den forrentning og kursgevinst, man venter at kunne opnå ved at anbringe dette beløb i obligationer minus den forrentning, man faktisk opnår, ved udlån af de 100 kr. Man kan betegne dette som den »opportunity cost«, der er forbundet med at tilfredsstille låneønskerne.

Denne »opportunity cost« vil være så meget større, jo lavere obligationskurserne er i forhold til det forventede fremtidige niveau, og jo kortere periode, man forventer vil forløbe, inden denne kursstigning indtræder. Den vil naturligvis også være desto større, jo mindre udlånsrentesatserne er.

Jo højere denne »opportunity cost« bliver, desto kraftigere vil kreditrationeringen blive, idet banken i stigende grad bliver villig til at give afkald på de fordele, der er forbundet med at tilfredsstille låneønskerne, jo større tab der vil være forbundet med at foretage disse udlån.

I praksis vil det dog nok være således, at mere formelle, regnskabsmæssige forhold vil spille en afgørende rolle for bankernes reaktion, således at bankernes adfærd bliver helt forskellig alt efter hvilket alternativ til nægtelse af udlån banken står over for: salg af obligationer eller undladelse af obligationskøb. Selv om disse to tilfælde fra en økonomisk rationel betragtning vil være ækvivalente, vil det regnskabsmæssige forhold, at man ved salg af obligationer må bogføre et kurstab, utvivlsomt i mange tilfælde spille en rolle. Man må derfor nok vente, at kreditrationeringen strammes mærkbart i det øjeblik alternativet til kreditrationering er salg af obligationer med kurstab.

7. Foruden denne sammenhæng mellem renteniveauet og udbudet af bankkredit, er der en sammenhæng mellem den lange rente og efterspørgslen efter bankkredit og andre korte kreditter. Hvis investeringsomfanget er følsomt over for variationer i den lange rente, vil en rentestigning medføre en nedgang i efterspørgslen efter kort kredit til forfinansiering af de investeringer, der normalt finansieres endeligt ved lange lån, og den afledede aktivitetsnedgang vil også begrænse investeringerne på de områder, hvor finansiering normalt sker ved korte lån, såvel som behovet for driftskreditter. Heroverfor står imidlertid, at når stigningen i den korte rente ikke ækvivalerer stigningen i den lange rente, vil der være et forøget ønske om kortfristet finansiering, altså et skift fra langfristet til kortfristet låntagning. Hvis denne sidste virkning er den kraftigste, kan højere obligationsrente således medføre både mindre udbud af korte kreditter og større efterspørgsel efter sådanne korte kreditter.

8. På baggrund af ovenstående må man antage, at der vil være en direkte sammenhæng mellem rentestigningens størrelse og kreditrationeringens omfang. Ganske vist vil dette blive modificeret i det omfang, rentestigningen medfører forventninger om, at det normale renteniveau er ændret. Men i de fleste tilfælde vil det gælde, at jo større rentestigningen er, des større er afstanden mellem den faktiske rente og den forventede fremtidige normale rente, i hvert fald hvis man har vænnet sig til, at kreditpolitikken varieres hyppigt (og i begge retninger) som led i den almindelige økonomiske politik.

Virkningerne af en likviditets-formindskelse må derfor under den forudsatte reaktionsmåde hos bankerne antages at blive følgende:

Den korte rente vil ikke stige væsentligt, og i hvert fald ikke tilstrækkeligt til at skabe ligevægt mellem låneønsker og bankernes udlånsmuligheder¹. Bankerne vil i stedet rationere kreditten. Samtidig vil de dog være stærkt interesseret i at undgå at skulle rationere kreditten så meget, at det volder større vanskeligheder for bankernes gamle kunder, og de vil derfor undlade ellers fordelagtige obligationskøb, evt. sælge ud af deres obligationsbeholdning. Da dette salg af obligationer (nedgang i obligationskøb) imidlertid ikke kan forøge bankernes samlede nettotilgodehavender i nationalbanken, bliver den eneste virkning, at kurserne falder, d. v. s. den lange rente stiger, bankernes likviditet forbedres i det (beskedne) omfang, hvori den af rentestigningen fremkaldte aktivitetsbegrænsning begrænser seddelbehovet. Samtidig begrænser den høje obligationsrente evt. låneønskerne hos bankernes kunder. Hvor kraftig denne virkning bliver, afhænger naturligvis af investeringens reaktion på renteændringer. I det omfang nogle investeringer ikke er underkastet den normale markedsrente, formindskes denne virkning og kan opvejes af ønsket om skift til kortfristet finansiering.

Det højere niveau for obligationsrenten betyder, at bankernes »opportunity cost« ved at yde lån til den fastholdte eller kun relativt svagt forhøjede korte rente bliver større, og derfor vil kreditrationeringen blive strammet yderligere. Dette vil efterhånden føre til en ligevægtssituation. Hvor meget af den stedfundne aktivitetsbegrænsning, der hidrører fra rentestigning og hvor meget fra kreditrationeringen, vil afhænge af forventningerne om den fremtidige renteutvikling samt af investeringernes rentelasticitet. Hvis bankerne som følge af rentestigningen venter, at den fremtidige normale lange rente har forskudt sig stærkt opad, vil kreditrationeringen blive af mindre vægt, og den faktiske rentestigning vil blive så meget stærkere ved en given likviditetsformindskelse. Hvis derimod bankerne for-

1. Hvilken spændvidde, der kan opstå mellem den faktiske korte rente og den korte rente, som ved de givne forventninger ækvivalerer den lange rente, afhænger dog naturligvis ikke blot af bankernes reaktion, men også af indskydernes tilbøjelighed til at reagere med omplacering fra bankindsud til obligationer i forventning om senere kursstigninger. Også tendenser til at søge kortfristet anbringelse udenom bankerne kan spille en rolle.

venter, at den fremtidige normale rente ligger på et lavt niveau, og at man hurtigt vil komme ned på dette lavere niveau igen, vil kreditrationeringen blive stærk, og den faktiske rentestigning vil blive forholdsvis svagere.

Hvis investeringernes følsomhed over for den lange rente er stor, bliver rentevirkningen kraftig i forhold til rationeringen, men i det omfang denne følsomhed er ringe, f. eks. fordi de mest rentefølsomme investeringer undrages virkningerne af variationer i markedrenten, bliver virkningerne af en likviditetsformindskelse en stærkere rationering. Når den lange rente presses opad, virker dette nu kun i ringe grad begrænsende på låneønskerens omfang. Derfor må rentestigningen fortsætte indtil det punkt, hvor bankerne er villige til at gennemføre en kreditrationering, som er tilstrækkelig til at skabe ligevægt mellem deres udlån og likviditeten.

Hvis man forsøger at anvende denne teori på den udvikling, man i de senere år har set for rente- og kreditforholdene i Danmark, forekommer det sandsynligt, at teorien giver et bidrag til forklaring af, at kreditpolitikens virkemåde i dag er så forskellig fra tidligere.

Som et yderligere led i denne forklaring kan det også anføres, at den neutralisering, som er sket m. h. t. den lange rentes virkninger, medvirker til at gøre forventningerne om det fremtidige normal-renteniveau meget usikre. Hvis den lange rente virker kraftigt på en række investeringsområder og dermed på den økonomiske aktivitet, vil dette i sig selv medvirke til at fæstne forestillingen om et bestemt normalrenteniveau. Såfremt renteniveauet ligger så højt, at det giver et aktivitetsniveau, der er lavere, end man anser for holdbart, vil det høje renteniveau blive anset for unormalt, og man vil forvente et snarligt rentefald. Dersom omvendt renten ligger så lavt, at det giver unormalt stor aktivitet på de rentefølsomme områder, vil man formentlig vente en snarlig rentestigning. Det må derfor antages, at forventningerne m. h. t., hvad man anser for det normale renteniveau, afhænger af, hvad man anser for et normalt aktivitetsniveau på de rentefølsomme investeringsområder. Dette er ensbetydende med, at forventningerne bygger på antagelser om en realøkonomisk over- og undergrænse for renteniveauet.

Men når disse realøkonomiske virkninger af renteændringerne neutraliseres i væsentlig grad, mindskes forventningernes fasthed, og det må antages, at forventningselasticiteten bliver væsentligt højere, d. v. s. at højere rente let kan bevirke, at også forventningerne om, hvad der er det normale renteniveau, forskydes opad¹.

Denne udvikling m. h. t. forventningsstrukturen er utvivlsomt en medvirkende årsag til, at vort renteniveau har kunnet nå så højt op, uden at

1. Forventningsstrukturen i de senere år har naturligvis også været præget af, at man efterhånden anser valutaproblemerne for at være af mere permanent karakter og vel også anser det for sandsynligt, at disse valutaproblemer fortsat vil blive bekæmpet med stram kreditpolitik.

kreditrationeringen har antaget et endnu mere drastisk omfang. Man har her en naturlig forklaring på, at gentagen anvendelse af kreditstramning kan føre til, at der til en given grad af kreditrationering efterhånden vil svare et højere og højere renteniveau.

9. Kreditrationeringens virkninger er velkendte og har gentagne gange været udsat for stærk kritik. Hovedsynspunkterne har været følgende: Kreditrationering vil som alle former for rationering give mindre effektivitet, idet lån til investeringer ikke afhænger af disses fordelagtighed, men af hvilke forbindelser man har med en bank. Man kan ganske vist hævde, at prissystemet ikke altid uden forbehold kan siges at give den bedste fordeling, heller ikke f. s. v. angår investeringerne, men en rationering foretaget af private banker må under alle omstændigheder antages at give en ringere fordeling. Specielt kan kreditrationering ventes at føre til vanskeligheder for nye virksomheder, hvorved monopoltendenser kan blive styrkede. Også ud fra almindelige retfærdigheds- og lighedssynspunkter er kreditrationeringen utilfredsstillende¹.

Dette spørgsmål om kreditrationeringens virkninger skal ikke tages op til nærmere diskussion. Derimod kan der være grund til at stille det spørgsmål, om der findes noget brugbart alternativ til kreditrationeringen. Svaret er utvivlsomt, at man næppe fuldtud kan undgå kreditrationering, hvis man fortsat vil benytte kreditpolitikken som led i den skiftende økonomiske politik (f. eks. over for cykliske svingninger og betalingsbalancevanskeligheder) i samme omfang som hidtil.

Jørgen Pedersen har foreslået en metode til at undgå kreditrationeringen², nemlig at centralbankens kreditpolitik skulle føres i form af open market operations, kombineret med garantier til bankerne om, at disse under alle omstændigheder kan belåne sikre aktiver i centralbanken til den gældende rente. Samtidig fremhæves imidlertid, at denne politik netop må indebære, at man giver afkald på at benytte kreditpolitikken til at modvirke betalingsbalancevanskeligheder eller begrænse en højkonjunktur. Som begrundelse for dette synspunkt anføres:

» ... the reversal could hardly be brought about solely by high interest rates, but has to be supported by credit rationing«

» ... The conclusion is that a credit policy that is to serve these purposes, implies violent fluctuations in interest rates: drastic changes in liquidity, accompanied by credit rationing, are necessary to implement such changes«.

Det centrale i dette forslag er således, at man kun skal anvende kreditpolitikken meget sparsomt, således at ændringer i den lange rente sker så sjældent, at forventningerne m. h. t. det normale fremtidige renteniveau forskydes praktisk talt lige så meget som det faktiske renteniveau. I så fald

1. Jfr. Jørgen Pedersen: Credit Policy Reviewed, Weltwirtschaftliches Archiv 1951.

2. 1. c.

får man hverken kreditrationering eller kraftige udsving i den korte rente, men alene mere langsigtede ændringer i den lange rente.

10. Derimod vil det volde vanskeligheder at udforme en sådan ren rentepolitik på en sådan måde, at den kan benyttes som et væsentligt led i konjunkturpolitikens stadig skiftende aktivitetspåvirkning. Hvis den lange rente skal presses op, og forventningerne går ud på, at den lange rente vil falde igen i løbet af ret kort tid, vil der opstå en tendens til, at låntagerne vil søge at opnå korte lån i stedet for lange, og långiverne vil ombytte korte lån med lange lån for at drage fordel af den forventede kursgevinst. Der vil derfor kun være tre muligheder: 1) Enten lykkes det ikke at presse den lange rente væsentlig i vejret 2) eller også vil den korte rente stige kraftigt eller 3) vi får alligevel kreditrationering. Det vil under disse omstændigheder næppe være tilstrækkeligt at stille som betingelse for bankernes genbelåning i centralbanken, at bankerne ikke må købe flere obligationer, idet bankernes kunder må antages at gøre det. Dog må et forbud mod at bankerne i en sådan situation køber obligationer utvivlsomt kunne føre til, at man kan få noget større udsving i den lange rente, end hvad formlen i afsnit 2 implicerer, idet mange private långivere ikke vil ombytte bankindsud med obligationer, selv om dette skulle være fordelagtigt ud fra økonomiske overvejelser. Markedet er hverken gennemsigtigt eller præferencefrit.

Man må under disse forudsætninger forvente følgende udvikling: Centralbankens obligationssalg vil føre til et vist kursfald og altså en stigning i den lange rente. På grund af forventningerne om en snarlig kursstigning vil publikum købe obligationer og til dette formål trække på deres bankkonti. Hvis centralbanken fortsætter med obligationssalget, vil bankernes likviditet forringes mere og mere, og de vil blive tvunget til at optage lån i centralbanken. Dette vil muliggøre, at bankerne kan finansiere et fortsat obligationskøb for deres kunder, og derved sættes en grænse for, hvor højt den lange rente kan presses op. Hvis centralbanken så sætter renten for bankernes genbelåning op, må bankerne følge med, hvorved spillerummet for den lange rente forøges, men hvis centralbanken forhøjer den korte rente ud over en vis grænse for at kunne presse den lange rente endnu højere op, vil bankerne antagelig forsøge at undgå at følge med op og i stedet rationere kreditten. (Om bankerne overhovedet vil gå så vidt som til at optage større lån i centralbanken, før de begynder at rationere kreditten, afhænger af forholdet mellem bankerne og centralbanken).

11. Ved anvendelse af den lange rente til mere kortfristet påvirkning af den økonomiske udvikling får vi altså nødvendigvis enten kreditrationering eller meget stærkere variationer i den korte rente. Spillerummet for anvendelse af den lange rente som instrument for den kortfristede påvirkning uden kreditrationering vil altså afhænge af a) bankernes villighed til at

forhøje den korte rente uden at gå over til alternativet: kreditrationering og b) muligheden for at skabe uligevægt mellem den korte og den lange rente på grund af præferencer i markedet. Såfremt centralbanken er villig til at fremtvinge større variationer i den korte rente, er der imidlertid utvivlsomt muligheder for at anvende kreditpolitikken som en ren rentepolitik også i den kortfristede politik, men det må indrømmes, at en sådan politik næppe kan være noget kraftigt og hurtigt virkende middel.

Den mere langsigtede politik, som den her antydede fremgangsmåde kan benyttes til, behøver næppe skabe de samme problemer. Tænker man sig, at centralbanken forsøger at presse renteniveauet op med det formål for en længere periode fremover at holde en højere lang rente, vil der normalt være tid til at føre en open market politik, som medfører ændringer i forventningerne. Viden om centralbankens hensigt vil også påvirke markedets reaktioner, selv om det vil tage en vis tid, før markedet fæster lid til, at kreditpolitikken kun anvendes på denne mere langsigtede måde.

Det er imidlertid klart, at hvis virkningen på de rentefølsomme investeringer i væsentlig grad er neutraliseret, vil rentepolitik uden kreditrationering i alle tilfælde være et middel af sekundær betydning for den aktivitetspåvirkende politik. Spørgsmålet om renteniveauets højde bliver i så fald i væsentlig grad et fordelingspolitisk problem, et spørgsmål om fordelingen mellem debitorer og kreditorer og om rentens overvæltning¹.

12. Forsøger man ud fra disse betragtninger at vurdere kreditpolitikken, således som denne i de senere år har været anvendt som led i »konjunkturpolitiken«, må på den ene side anføres de ulemper, der er forbundet med kreditrationeringen. De fordele, som står over for disse ulemper, er først og fremmest, at man i kreditpolitikken har et i kontraktiv retning meget hurtigt virkende instrument. En kreditrationering kan gennemtvinges næsten øjeblikkeligt, og dens virkning på den økonomiske aktivitet vil også vise sig temmelig hurtigt, i hvert fald hvis den gøres tilstrækkelig kraftig. (Men i så fald er dens ulemper også særlig tydelige, idet den vil medføre sammenbrud af iøvrigt sunde virksomheder, økonomisk ufordelagtige dispositioner med det ene formål at skaffe likvide midler etc.). Og til de allerede nævnte ulemper kommer også det forhold, at det er et vanskeligt middel at dosere rigtigt, fordi man næppe kan få noget blot nogenlunde pålideligt skøn over virkningerne af bestemte dispositioner på dette område.

Jo mindre kraftig anvendelsen af kreditpolitikken bliver, des mindre alvorlige bliver naturligvis også ulemperne ved dens benyttelse. De ulemper, der er knyttet til en svag og kortvarig kreditrationering, er næppe afgørende. Men samtidig gælder det vel, at jo mindre kraftigt man anvender kredit-

1. Med efterkrigstidens boligpolitik her i landet bliver renteniveauets højde bl. a. et spørgsmål om fordelingen mellem kreditorerne og skatteyderne, mens lejerne ikke kommer ind i billedet i det omfang, huslejen holdes uafhængig af renteniveauet.

politikken, des lettere bliver det også at anvende den uden kreditrationering men med noget større udsving i forholdet mellem lang og kort rente. Dette har ganske vist også ulemper, men disse er antagelig dog at foretrække frem for ulemperne ved selv en svagere kreditrationering. Forudsætningen må imidlertid være, at man er villig til i højere grad at underkaste de rentefølsomme investeringer markedsrentens påvirkning.

En særlig »fordel« ved kreditpolitikken frem for andre midler til påvirkning af den økonomiske aktivitet har sin rod i historiske og institutionelle forhold. Normalt er nemlig kreditpolitikken af politiske grunde lettere at anvende i kontraktiv retning end f. eks. finanspolitikken. Ansvar for kreditpolitikken er — i hvert fald formelt — placeret hos en uafhængig centralbank, som er mindre sårbar over for publikums modvilje, desuden er finanspolitikken styret gennem et tungt og i reglen langsomt virkende system, og endelig er det ofte vanskeligere for ikke-fagfolk at gennemskue kreditpolitikens virkemåde end finanspolitikken. Dette virker altså i retning af at gøre kreditpolitikken til det sted, hvor gærdet er lavest.