

VARIABLE KASSEKVOTER SOM PENGEPOLITISK INSTRUMENT

AF NIELS THYGESEN*

1. Gennem årene siden 1950 har man i de fleste lande tildelt pengepolitikken en betydelig rolle i stabiliseringspolitikken. Den nye arbejdsdeling skyldes dels en stigende tiltro til pengepolitikens effektivitet, dels at centralbankerne har fået større indflydelse på den økonomiske politik; den har fremkaldt livlig diskussion om de forskellige pengepolitiske instrumenters hensigtsmæssighed. Denne diskussion har dels givet sig udslag i kommissionsbetænkninger af pengepolitisk indhold, bl.a. i U.K. [14], Sverige [13], [23] og Norge [20], dels i indlæg på et noget højere abstraktionsniveau i de internationale økonomiske tidsskrifter. Interessen har især samlet sig om de relative fordele og ulemper, der er knyttet til anvendelsen af to pengepolitiske instrumenter: centralbankens (eller statens) køb og salg af værdipapirer og variation af lovgivningens krav til de private bankers kasse. Det er formålet med nærværende artikel at give et overblik over nogle af de hovedargumenter, der er fremkommet i denne diskussion om markedsoperationernes og de variable kassekvoters anvendelighed.

Indledningsvis skal diskussionen placeres i en pengeteoretisk sammenhæng; derefter vil bankernes reaktion på ændringer i de to pengepolitiske instrumenter blive analyseret. Der gives en oversigt over visse praktiske problemer ved udformningen af bestemmelser om variable kassekvoter og den indflydelse, som de internationale kapitalbevægelserns stigende omfang udøver, omtales. Afslutningsvis kommenteres de senere års danske diskussion om pengepolitikken, især omkring revisionen af bankloven i 1955-56.

Pengeefterspørgsel og pengeudbud.

2. Størstedelen af den empiriske forskning inden for pengeteorien har vedrørt publikums efterspørgsel efter penge. En række undersøgelser har godtgjort, at der på langt sigt findes en stabil sammenhæng mellem *nationalind-*

* Sekretær i Det økonomiske Sekretariat, cand. polit. — Artiklen er udarbejdet i tilslutning til en empirisk undersøgelse af kreditmultiplikatoren, udført med støtte fra Bikuben.

VARIABLE KASSEKVOTER SOM PENGEPOLITISK INSTRUMENT

AF NIELS THYGESEN*

1. Gennem årene siden 1950 har man i de fleste lande tildelt pengepolitikken en betydelig rolle i stabiliseringspolitikken. Den nye arbejdsdeling skyldes dels en stigende tiltro til pengepolitikens effektivitet, dels at centralbankerne har fået større indflydelse på den økonomiske politik; den har fremkaldt livlig diskussion om de forskellige pengepolitiske instrumenters hensigtsmæssighed. Denne diskussion har dels givet sig udslag i kommissionsbetænkninger af pengepolitisk indhold, bl.a. i U.K. [14], Sverige [13], [23] og Norge [20], dels i indlæg på et noget højere abstraktionsniveau i de internationale økonomiske tidsskrifter. Interessen har især samlet sig om de relative fordele og ulemper, der er knyttet til anvendelsen af to pengepolitiske instrumenter: centralbankens (eller statens) køb og salg af værdipapirer og variation af lovgivningens krav til de private bankers kasse. Det er formålet med nærværende artikel at give et overblik over nogle af de hovedargumenter, der er fremkommet i denne diskussion om markedsoperationernes og de variable kassekvoters anvendelighed.

Indledningsvis skal diskussionen placeres i en pengeteoretisk sammenhæng; derefter vil bankernes reaktion på ændringer i de to pengepolitiske instrumenter blive analyseret. Der gives en oversigt over visse praktiske problemer ved udformningen af bestemmelser om variable kassekvoter og den indflydelse, som de internationale kapitalbevægelers stigende omfang udøver, omtales. Afslutningsvis kommenteres de senere års danske diskussion om pengepolitikken, især omkring revisionen af bankloven i 1955-56.

Pengeefterspørgsel og pengeudbud.

2. Størstedelen af den empiriske forskning inden for pengeteorien har vedrørt publikums efterspørgsel efter penge. En række undersøgelser har godtgjort, at der på langt sigt findes en stabil sammenhæng mellem *nationalind-*

* Sekretær i Det økonomiske Sekretariat, cand. polit. — Artiklen er udarbejdet i tilslutning til en empirisk undersøgelse af kreditmultiplikatoren, udført med støtte fra Bikuben.

komsten i løbende priser (Y) og summen af publikums kortfristede tilgodehavender hos staten, centralbanken og det private banksystem — *den sekundære pengeforsyning* (M). Der anvendes forskellige definitioner af denne sidste størrelse, idet det i nogen grad er vilkårligt, hvilke institutioner man ud over de private banker vil regne med til banksystemet, samt hvilke typer af indlån man vil medregne. Normalt trækkes grænsen ved de private banker, hvor såvel indlån på tid som på anfordring medregnes; i det følgende vil denne definition blive benyttet.

Ved at indføre en rentevariabel og ved at sondre mellem en langtidskomponent og et konjunkturement i indkomsten er det lykkedes at finde frem til en nogenlunde tilfredsstillende forklaring af korttidsvariationerne i publikums efterspørgsel efter penge.

3. Der hersker betydelig uenighed om, hvorledes disse resultater skal fortolkes, med andre ord om årsagssammenhængen i det væsentlige går fra Y til M eller omvendt. Hvis det sidste var tilfældet, bliver fortolkningen af den historiske udvikling, at pengepolitikken på afgørende måde har påvirket det økonomiske forløb. Hvis man omvendt antager, som de fleste økonomer gør det, at den væsentlige påvirkning går fra Y til M , bliver pengepolitikken historiske rolle mindre fremtrædende, men den omstændighed, at man tidligere har ført en passiv politik ved at lade M tilpasse sig til variationerne i Y , kan ikke føre til en afvisning af pengepolitikken potentielle anvendelighed i stabiliseringspolitikken.

Så snart det anerkendes, at Y og M i nogen grad er indbyrdes afhængige, er det utilfredsstillende at søge at beskrive sammenhængen ved hjælp af en enkelt relation. Man har derfor søgt at opbygge modeller til *samtidig bestemmelse af indkomst, renteniveau og sekundær pengeforsyning*. De uden for en sådan model fastlagte variable kan opdeles i de pengepolitiske instrumenter på den ene side og alle andre exogene størrelser på den anden; sidstnævnte omfatter ud over andre økonomisk-politiske instrumenter (især de offentlige udgifter og skattesatserne) eksporten og eventuelle andre udefra givne variable. De to grupper af variable bestemmer Y , M og renteniveauet.

4. Det er vigtigt at fastholde, at de pengepolitiske instrumenters indflydelse på indkomsten er *indirekte*. Det er ikke blot en stærk forenkling at betragte den sekundære pengemængde og renteniveauet som værende under kontrol på kort sigt; det kan være direkte vildledende. Den størrelse, som myndighederne på kort sigt har kontrol med, er den private sektors mængde af likvide tilgodehavender hos staten og centralbanken — *den primære pengeforsyning* (B). Man kan nu definere *kreditmultiplikatoren* som forholdet mellem M og B , dvs.

$$M = m \cdot B.$$

Hvis kreditmultiplikatoren havde været konstant, ville dette indebære, at myndighederne via B kunne kontrollere M . Dette er imidlertid ikke tilfældet. Ahrensdoerf og Kanesathasan [1] har således vist, at variationer i kreditmultiplikatoren i flere lande for årene 1952-58 i gennemsnit har medført ændringer i M af samme størrelsesorden som de ændringer, der kan tilskrives variationer i B . Ændringer i m har stort set forstærket de pengepolitiske intentioner, der har ligget i udviklingen i B — B og m har normalt begge været voksende — men i kritiske situationer, hvor man har bremset væksten i B , har kreditmultiplikatoren undertiden vist en pludselig stigning, hvorved stramningen i pengepolitikken væsentligt er blevet modificeret.

5. Da man således hverken kan betragte M som udefra given eller som bestemt udelukkende fra efterspørgselssiden, bliver det nødvendigt at formulere en teori for udbudet af M , der kan kaste lys over årsagerne til det »slor« i den pengepolitiske kontrol, som svingningerne i m giver udtryk for.

I sådanne modeller er udbudsfunktionen for M noget mindre stabil end efterspørgselsfunktionen¹. Den tager udgangspunkt i det traditionelle udtryk for kreditmultiplikatoren²

$$\frac{M}{B} = \frac{1}{c + r(1 - c)}$$

hvor c står for publikums gennemsnitlige kassebrøk, og r angiver forholdet mellem de private bankers kasse og samlede indlån. Værdierne af c og r vil normalt på grænsen afvige væsentligt fra de gennemsnitlige; c varierer ikke blot sæsonmæssigt; den er aftagende med stigende indkomst, ligesom den ikke er upåvirket af renteaftkastet i andre anbringelsesformer, navnlig indlån i bankerne. Variationerne i r kan marginalt blive endnu mere betydelige. I betragtning af de store forskydninger, der — bortset fra sæsonbevægelser — indtræffer i bankernes kasser, er det åbenbart ønskeligt at tage hensyn til, at disse ikke på ethvert tidspunkt har netop den størrelse, bankerne ønsker. Under en kreditstramning tager det således bankerne nogen tid at bremse væksten i udlånene, endsige nedbringe disse. Bankernes marginale kasseefterspørgsel i en periode afhænger derfor af den afvigelse, der ved periodens begyndelse var mellem deres faktiske kasse og den kasse, som de på baggrund af indlånenes omfang, lånemulighederne hos centralbanken og renteomkostningerne (ved at holde overskudskasse eller undlade at låne i centralbanken) ønsker at ligge med.

Det fremgår af dette skitse-mæssige, og dog ret komplicerede, handlingsmonster, at r ikke kan ventes at udvise stabilitet i det simple udtryk for kreditmultiplikatoren. Det er dog klart, at det ikke unddrager sig en rationel vurdering, om udviklingen i r vil styrke eller svække de pengepolitiske intentioner.

6. Man kan sammenfatte disse betragtninger derhen, 1) at den relativt betydelige stabilitet i efterspørgslen efter M giver gunstige betingelser for en effektiv pengepolitik, men 2) at de kraftige fluktuationer i kreditmultiplikatoren, der især skyldes varierende kassekvoter i bankerne, medfører en

1. Relativt vellykkede forsøg er bl.a. gjort af Meigs [24] og Teigen [27].

2. Jfr. f.eks. E. Schneider [25] p. 47 ff.

væsentlig svækkelse af den præcision, hvormed man kan påvirke den økonomiske aktivitet.

Det synes derfor ønskeligt at begrænse udsvingene i kreditmultiplikatoren i alt fald således, at en voldsom forøgelse af denne på et ubelejligt tidspunkt undgås. Variable kassekvoter synes at have betingelser for at opnå dette. Ved at holde kvoterne på eller over det niveau, som bankerne selv ønsker at ligge med, skulle man kunne sætte en overgrænse over kreditmultiplikatoren, således at pengepolitikken kan anvendes restriktivt. Såvel de praktiske erfaringer som de teoretiske overvejelser viser imidlertid, at dette ikke er så enkelt, som det måtte lyde.

Bankernes reaktioner på markedsoperationer og variation af kassekvoterne: nogle teoretiske overvejelser.

7. Centralbankens og andre offentlige instansers køb og salg af værdipapirer — »open market operations« — er i forbindelse med emissionspolitikken for statsgælden et meget anvendeligt pengepolitisk instrument. Det er smidigt, idet det kan anvendes i doser af vilkårligt omfang og således ikke indebærer noget chokelement af diskontinuitet, og det medfører et minimum af indgriben i pengeinstitutternes og publikums dispositioner. Mange teoretikere har hævdet, at andre pengepolitiske instrumenter ikke kan udrette noget, som ikke kan nås ved hjælp af markedsoperationer.

Rent bortset fra situationen i de lande, hvor penge- og kapitalmarkedet endnu ikke er så udviklet, at forudsætningerne for omfattende markedsoperationer er til stede, tyder imidlertid meget på, at variable kassekvoter i flere situationer kan udgøre et nyttigt supplement. Det er let at se fordelene ved at tildele centralbanken — eventuelt i samråd med regeringen — en beføjelse til inden for bestemte, afstukne grænser at variere den andel af bankernes samlede indlån, som skal holdes i meget likvid form: det er administrativt enkelt, hurtigt virkende og kan opsuge eller frigive kasse i meget betydeligt omfang.

En række økonomer har i de senere år søgt at klargøre, hvorledes arbejdsdelingen mellem de to instrumenter bør tilrettelægges. Med størst iver er debatten blevet ført i *Economic Journal* [2]—[12]. Det er vigtigt at gøre sig klart, at den er præget af erfaringer fra USA i slutningen af 1950'erne, således at synspunkterne ikke umiddelbart har gyldighed under andre institutionelle forhold.

Det problem, der optog de amerikanske økonomer i denne periode var følgende: hvis man nær toppen af en højkonjunktur ønsker at stramme pengepolitikken, sker dette da mest effektivt ved en forhøjelse af kassekvoten eller ved obligationssalg fra Federal Reserve Systemet? Den sidste fremgangsmåde var blevet anvendt ved et par lejligheder med det resultat, at de private banker dels formindskede kassekvoten, dels reducerede deres

beholdninger af kortløbende statspapirer for at kunne opretholde eller øge udlånene. Flere økonomer hævdede, at denne virkning ville have været svagere, hvis man i stedet havde forøjet kassekvoten.

8. *Joseph Aschheim* hævdede heroverfor i den artikel, der dannede udgangspunkt for debatten i *Economic Journal*, at en forøjelse af kassekvoterne, *der havde samme virkning på indlånene* som værdipapirsalgene, ville have ført til et større salg af statspapirer fra myndigheder og private banker under eet. Denne umiddelbart overraskende konklusion når *Aschheim* til på baggrund af følgende ræsonnement: I udgangssituationen har den enkelte bank sammensat sine aktiver på ialt 100 på den måde, at den netop holder den lovmæssige kassekvote på 10 pct., medens de indtægtsgivende aktiver, værdipapirer og udlån, fordeler sig som vist i balance I. Hvis banken gennem centralbankens salg af værdipapirer til publikum berøves kasse på 1, vil den være nødt til at søge sine indlån nedbragt til 90, og den vil i ligevægten få en aktivsammensætning som vist ved balance II. En nedbringelse af indlånene i samme omfang vil nødvendiggøre en forøjelse af kassekvoten til 11,1 pct., hvilket fører til balance III. Denne balance, hævder *Aschheim*, er af to årsager ikke nogen ligevægt; for det første fordi forringelsen af bankens indtjening relativt til II vil indeholde en tilskyndelse til at foretage en yderligere substitution til fordel for det aktiv, der giver den højeste forrentning, nemlig udlånene, hvorved indtjeningen bedre kan opretholdes; for det andet vil ved siden af dette *indkomstmotiv* også et *likviditetsmotiv* gøre en sådan substitution ønskelig. Banken er nemlig mere likvid i situation III end i II, idet den eneste forskel mellem de to situationer er den, at 1 enhed værdipapirer er udskiftet med 1 enhed kasse, der har en højere likviditet.

	Aktiver:					Passiver:			
	I	II	III	IV		I	II	III	IV
Kasse	10	9	10	10	Indlån	100	90	90	90
Værdipapirer . .	30	25	24	23					
Udlån	60	56	56	57					

Hvis II repræsenterer en ligevægtssituation, kan III ikke også gøre det; banken vil derfor foretage en yderligere nedbringelse af sin værdipapirbeholdning til fordel for det mindst likvide aktiv, udlånene, således at en ny ligevægt først nås i IV. Det skulle således fremgå af analysen, at det samlede salg af værdipapirer fra centralbank og private banker bliver større i situation IV efter forøjelsen af kassekvoten (7) end i situation II (5 fra de private banker + 1 fra centralbanken). Begrænsningen af udlånene bliver tilsvarende mindre effektiv i det tilfælde, hvor kassekvoten forøjes¹.

9. Der kan rettes en række indvendinger mod disse betragtninger. Indkomstmotivet afhænger således af det af *Aschheim* vilkårligt valgte kriterium for effektiviteten af de to pengepolitiske indgreb, nemlig virkningerne på indlånene. Havde man i stedet benyttet udlånene — hvilket godt kunne begrundes fra et konjunkturpolitisk synspunkt — eller de indtægtsgivende aktiver (summen af udlån og værdipapirer), ville det simpelthen ikke have været til stede. Men selv om man i overensstemmelse med den sædvanlige formulering af kreditmultiplikatoren vælger indlånene som kriterium, er det svært at akceptere det af *Aschheim* skitserede indkomstmotiv, som bl.a. ser bort fra forskydninger i det relative afkast af udlån og værdipapirer.

Også likviditetsmotivet vakler under nærmere kritik. Den vigtigste indvending er her, at

1. Den udførligste udformning af *Aschheim's* synspunkter findes i [11].

kasse, der holdes for at opfylde banklovgivningens krav, ikke med rimelighed kan betragtes som likvid. Hvis forhøjelsen af kassekvoten sker gennem indsættelse på særlig konto i centralbanken, står den kasse, der anvendes hertil, naturligvis ikke til disposition til dækning af bankens likviditetsbehov. I et sådant tilfælde må banken faktisk siges at være mindre likvid i situation III end i II, således at substitutionsprocessen snarest må antages at løbe modsat Aschheim's skitse. Hvor kassekvotens forhøjelse tvinger banken til at ligge med en større arbejdsbeholdning i kasse, end dens behov tilsiger, kan likviditetsmotivet gøre sig gældende, men i praksis må det antages at have ringe vægt.

10. Goldstein [8] frakender såvel indkomst- som likviditetsmotivet i Aschheim's formulering nogen empirisk betydning. I stedet har han søgt at skitsere, hvorledes bankernes typiske reaktionsmønstre over for en stramning af pengepolitikken vil ændres med konjunktursituationen. I en relativt tidlig fase af et opsving — eller hvis f.eks. et betalingsbalanceoverskud har tilvejebragt en midlertidig overskudslikviditet — vil en del af bankernes værdipapirbeholdninger have karakter af en midlertidig anbringelse, indtil den økonomiske aktivitet medfører fuld udnyttelse af udlånkapaciteten. En forhøjelse af kassekvoterne eller obligationssalg fra centralbanken vil her for en stor dels vedkommende blive mødt med en reduktion af bankernes værdipapirbeholdninger. Senere, når banksystemet er ved at være »fuldt oplånt«, vil der være en tilbøjelighed til at søge forholdet mellem de to typer indtagtsgivende aktiver nogenlunde opretholdt, således at udlån og værdipapirer vil blive reduceret i forhold til deres vægt i bankens balance. På et sent stadium af en højkonjunktur, hvor bankerne har været gennem en længere udlånseksponering, vil reduktionen af udlånene blive forholdsmæssigt kraftigst. Under disse antagelser vil en stramning af pengepolitikken gennem markedsoperationer altid medføre større obligationssalg fra centralbanken og de private banker under eet, men forskellen vil kun være væsentlig i det tilfælde, hvor de private banker er kommet meget langt i udlånseksponeringen; kun i denne situation vil centralbankens obligationssalg nemlig udgøre en væsentlig del af de samlede salg.

11. Goldsteins betragtninger har den værdi, at de ikke udelukkende vedrører mulighederne for at fore en restriktiv pengepolitik i en sen fase af højkonjunktoren. Det forekommer nemlig tvivlsomt, om man får et rimeligt billede af de to instrumenters anvendelighed udelukkende ved at betragte denne situation. Befinder man sig i en stram likviditetssituation sent i en ekspansion, er det vanskeligt at få øje på anvendeligheden af variable kassekvoter. Hvis en forhøjelse af kvoterne på et sådant tidspunkt ikke skal volde for store forstyrrelser i bankernes drift og lede til stærk kreditrationering, må den være af beskeden størrelsesorden, hvorved instrumentets fortrin frem for markedsoperationerne stærkt svækkes.

Snarere bør man, som Thanos [6], [10] har foreslået det, se en vis arbejdsdeling mellem de to instrumenter, således at en ændring i kassekvoten foretages på et tidspunkt, hvor den relativt betydelige størrelsesorden af et sådant indgreb giver det et fortrin frem for markedsoperationerne. Således kan en forhøjelse af kvoten på et tidligt tidspunkt af ekspansionen, hvor bankerne ligger med overskudskasse og relativt store beholdninger af værdipapirer, bringe den efterfølgende udlånsudvidelse bedre under kontrol. Anvendelsen af markedsoperationerne skulle herefter være reserveret den situation, hvor de ønskede påvirkninger er af mere begrænset størrelsesorden samt til udjævning af kortsigtede svingninger i banklikviditeten, f.eks. af sæsonmæssig art eller som følge af midlertidige udsving i statsfinansernes stilling.

En sådan arbejdsdeling ville være rationelt begrundet, men alligevel må man nære tvivl om mulighederne for at iværksætte den. Det kræver ikke blot forudseenhed, men også betydelig politisk beslutsomhed at stramme pengepolitikken under et konjunkturopsving, inden fuld beskæftigelse er nået. Situationen vil formentlig fortsat være den, at de pengepolitiske indgreb vil have en tendens til at komme for sent i konjunkturopsvinget, hvilket gør dem mere re-

striktive end nødvendigt. Også på et tidspunkt, hvor bankernes likviditet i forvejen er anspændt, kan det således vise sig nødvendigt at skride til en så drastisk forholdsregel som at forøge kassekvoten.

12. En alvorlig begrænsning i den diskussion, der er foregået mellem Aschheim og de fleste af hans kritikere, har det været, at man i god overensstemmelse med amerikansk tradition synes at bedømme M som det helt afgørende sigte for pengepolitikken. Federal Reserve Systemet vurderer behovet for og resultatet af deres pengepolitiske indsats på grundlag af udviklingen i M , medens de ikke i nær samme udstrækning har opfattet sig som ansvarlige for udviklingen i renteniveauet¹. Dette er imidlertid kun én mulig pengepolitisk filosofi; alternativt kunne man opfatte renteniveau og -struktur som de vigtigste mål og acceptere den udvikling i M , som svarer dertil. Denne opfattelse fremhæves især af Radcliffe Committee.

Bain [12] har formuleret en simpel model, hvor man ved en samtidig anvendelse af de to instrumenter inden for visse grænser opnår at kunne bestemme niveauet for obligationsrenten og udlånene (eller den sekundære pengeforsyning) *uafhængigt af hinanden*. For at vise dette forudsætter han, 1) at bankerne tilstræber et fast forhold mellem udlån og værdipapirer, uafhængig af kassekvotens højde — en konsekvens af hans forkastelse af Aschheim's indkomst- og likviditetsmotiver — samt 2) at publikum opretholder et fast forhold mellem deres indlån i bankerne og deres værdipapirbeholdninger. Ved hjælp af disse to yderligere størrelser kan de pengepolitiske myndigheder ved samtidigt at forøge kassekvoten og købe værdipapirer opnå at begrænse udlånene uden at presse obligationsrenten op. Mere kompliceret bliver situationen i det tilfælde, hvor man tilstræber en ændring i såvel udlån som renteniveau; her er det nødvendigt at kende renteelasticiteten i såvel bankernes som publikums efterspørgsel efter værdipapirer, for spillerummet for den pengepolitiske bevægelsesfrihed kan afgrænses.

13. Udbyttet af denne langstrakte og vidtløftige teoretiske diskussion må siges at være begrænset. Der er ikke nogen generelt akcepteret model af den enkelte banks sammensætning af sine aktiver, der kan danne et fælles udgangspunkt for analysen. Diskussionen har derfor været præget af deltagernes højst varierende valg af forudsætninger og kriterier for sammenligningen mellem de to instrumenter. Det er ikke lykkedes at nå nogen klare konklusioner med hensyn til de to instrumenters relative egnethed til at påvirke M ; for at nå sådanne er det nødvendigt at specificere en række yderligere forudsætninger. Dette er også påkrævet for at vurdere virkningen på renteniveauet af de to indgreb. Man kan ikke her begrænse sig til at undersøge, hvilket af indgrebene, der fremkalder de største værdipapirsalg fra centralbank og private banker under eet, idet det også spiller en rolle, hvem der sælger; et udbud fra centralbanken vil således påvirke markedets forventninger kraftigere end et tilsvarende salg fra de private banker. Der

1. En klar redegørelse for dette synspunkt findes i Riefler's vidneudsagn til Radcliffe Committee. — Der er dog i de senere år sket en udvikling i de amerikanske synspunkter, idet man har forladt den såkaldte »bills only« doktrin, ifølge hvilken Federal Reserve Systemet for at markere sin uvilje mod at påvirke renteniveauet begrænsede sine markedsoperationer til den helt korte del af markedet for statspapirer. Siden 1961-62 er man begyndt at fjerne sig herfra, især fordi hensynet til betalingsbalancens stilling gjorde det ønskeligt, at afstanden mellem kort og lang rente indsnævrede.

er ikke under diskussionen i *Economic Journal* kommet synspunkter frem, der kan ændre det umiddelbare indtryk, 1) at variationer af kassekvoten har fortrin, når der er tale om større påvirkninger af bankernes udlån og indlån, 2) at de to instrumenter derfor typisk vil kunne anvendes på forskellige tidspunkter i konjunkturforløbet, eller eventuelt som fremhævet af Bain, i modsat retning på samme tidspunkt, samt 3) at markedsoperationerne giver en mere præcis påvirkning af renteniveauet, og at de er nødvendige, såfremt man ønsker at ændre rentestrukturen¹.

Praktiske problemer ved anvendelsen af variable kassekvoter.

14. Bestemmelser om størrelsen af bankernes kasser findes i næsten alle landes banklovgivning. Historisk er disse regler blevet udformet med henblik på at sikre indskyderne, og det er typisk først ved lovrevisioner blevet muligt at variere kvoterne, således at det er blevet muligt at udnytte dem mere direkte i pengepolitikken.

Efterhånden har de fleste lande sikret sig muligheden for at benytte det nye pengepolitiske instrument². Beføjelserne er blevet udnyttet højest forskelligt, idet kvoterne enkelte steder er ændret hyppigt, f.eks. i USA, Forbundsrepublikken Tyskland og Nederlandene, medens de andetsteds overhovedet ikke er blevet ændret. Den blotte tilstedeværelse af mulighederne for at variere kvoterne har dog været af betydning, idet centralbanken ved at spille på denne mulighed har gjort de private banker mere villige til at gå ind i et uformelt samarbejde.

15. Udformningen af lovgivningens regler om kassekvoter giver anledning til en række praktiske problemer, hvoraf flere har interesse ud fra et pengepolitisk synspunkt.

Det første spørgsmål må naturligt være, *hvilke institutioner der skal omfattes af reglerne*. Praksis er varierende, idet man normalt begrænser sig til de private banker, men enkelte steder går man væsentligt videre; næsten alle tyske kreditinstitutter omfattes således af reglerne. Der gives ikke noget klart teoretisk grundlag for at foretage en sådan afgrænsning; reglerne bør omfatte de institutioner, hvis indlån man på grundlag af erfaringerne finder det hensigtsmæssigt at medregne i den sekundære pengeforsyning, d.v.s.

1. Den omstændighed, at diskussionen har drejet sig om mulighederne for at stramme pengepolitikken, bør naturligvis ikke efterlade det indtryk, at denne udelukkende skal anvendes restriktivt. Kassekvoterne skal nedsættes og/eller værdipapirer købes, når en ekspansion er ved at gå i stå, men man kan ikke gøre sig illusioner om, at disse skridt vil udøve en så aktiv påvirkning af den økonomiske aktivitet, som tilfældet er, når pengepolitikken strammes i en højkonjunktur.
2. Udførlige oversigter over lovgivning og praksis i forskellige lande findes hos Goode og Thorn [17] og i de svenske og norske betænkninger [13] og [20], samt for CEE-landene i [21].

institutioner der modtager indskud på anfordring eller nære substitutter herfor. I modsat fald ville flytning af indskud fra et reservepligtigt pengeinstitut til et ikke-reservepligtigt betyde, at der beslaglægges en mindre del af den primære pengeforsyning i pengeinstitutterne; der er således skabt mulighed for en stigning i kreditmultiplikatoren. På helt kort sigt kan man formentlig gå ud fra, at den arbejdsdeling, der igennem en lang udvikling er opstået mellem institutionerne på kapitalmarkedet, vil sætte ret snævre grænser for substitution, men på længere sigt kan den omstændighed, at bankerne som de eneste er undergivet denne form for pengepolitisk kontrol, føre til, at disses vækst hæmmes relativt til andre pengeinstitutters. Man har i U.S.A. forsøgt at belyse dette problem; når der ikke er fremkommet klare resultater, skyldes dette vel især, at kassekvoterne ikke væsentligt har skadet bankerne, men den omstændighed, at lovgivningen også på en række andre punkter er forskellig for banker og for andre pengeinstitutter, vanskeliggør bedømmelsen.

16. En række problemer opstår i forbindelse med selve *beregningen af kassekvoten*, evt. af den forhøjelse af kvoten, som lovgivningen åbner mulighed for. Det simpleste — og meget af argumentationen for variable kassekvoter støtter sig jo på dette instruments administrative enkelhed — er at beregne den som forholdet mellem den enkelte banks tilgodehavender i centralbanken og dens samlede indlån. Kun undtagelsesvis finder man imidlertid et så simpelt system. Der differentieres mellem forskellige typer af indlån: mellem anfordring og tid, indenlandske og udenlandske samt ofte efter regionale kriterier og/eller efter bankens størrelse målt ved totalbalancen eller indlånene. Det lønner sig næppe at gå i detaljer med disse relativt tekniske problemer. Formålet med kassekvoterne er at bringe det samlede banksystem under nærmere pengepolitisk kontrol, ikke at tvinge den enkelte bank ind i et fuldstændigt ensartet fælles handlingsmønster. Det er derfor ikke uforeneligt med hensynet til pengepolitikens effektivitet at differentiere reglerne, så de kommer mindst muligt i konflikt med de sædvaner, der har udviklet sig i bankerne.

Af større principiel betydning er definitionen af *kassekvotens tæller*. Hvis variationer af kassekvoten skal virke efter deres hensigt er det afgørende, at den størrelse, der indgår i kassekvotens tæller, er tilnærmelsesvis under pengepolitisk kontrol. Det er imidlertid ikke tilfældet, når man ud over bankernes indskud i centralbanken samt eventuelt deres beholdninger af sedler, mønt og andre kortfristede tilgodehavender hos staten tillader dem at medregne indskud i andre indenlandske eller udenlandske banker.

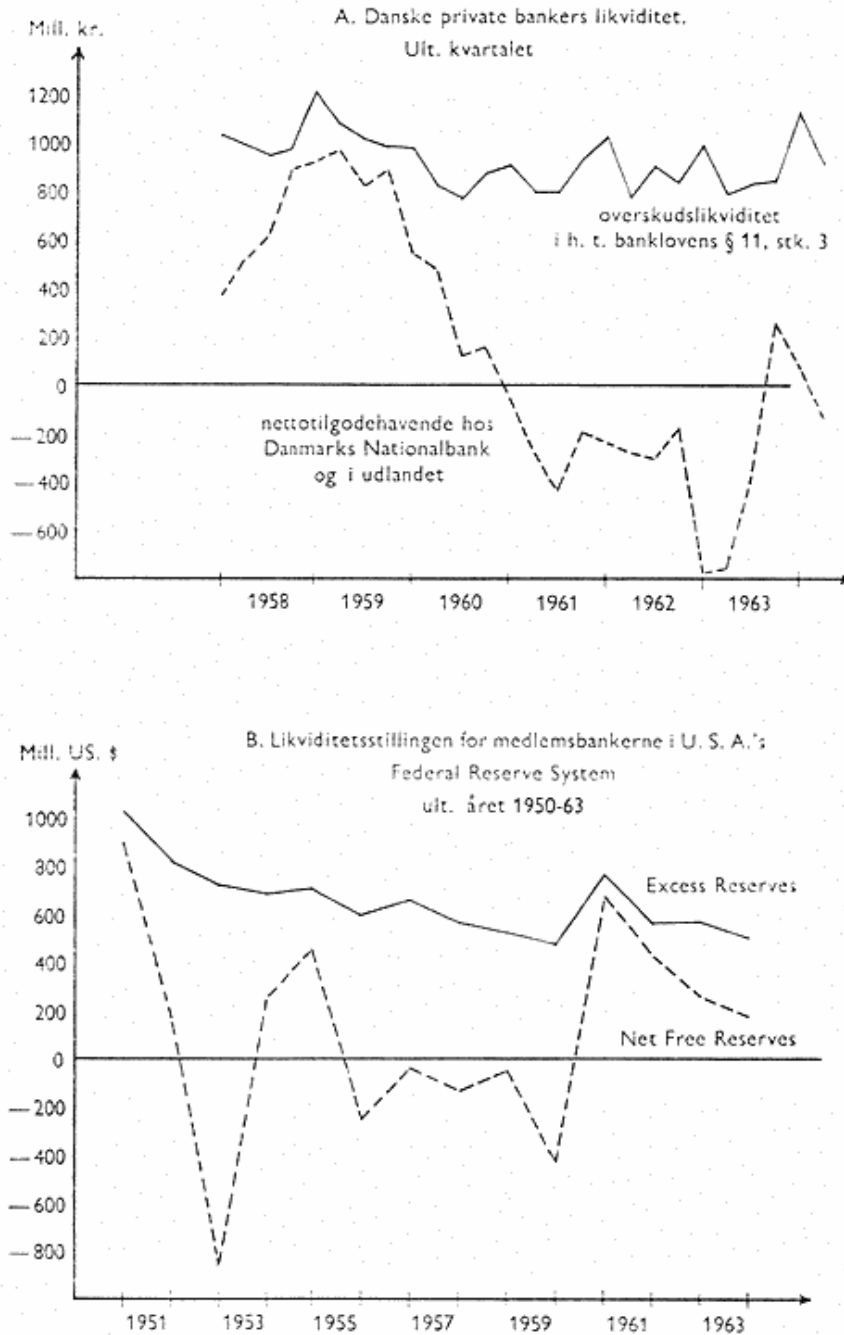
Hvad indskud i andre indenlandske banker angår, er den logiske løsning enten at se bort fra dem ved beregning af såvel tæller som nævner, således som det sker i de fleste landes lovgivning, eller at medregne dem, dog således

at den modtagende bank heroverfor skal holde en kasseprocent på 100. Om man vælger den ene eller den anden formulering, må afhænge af, om man især vil lægge byrden ved systemet på banker, der normalt har nettotilgodehavender hos andre banker, eller på dem, der normalt har nettoindskud.

17. Alvorligere end den destabilisering af kreditmultiplikatoren, som indregningen af de indbyrdes bankindskud medfører, er den omstændighed, at det er den enkelte banks bruttotilgodehavender i udlandet og hos centralbanken, der indgår i kassen. Størrelsen af disse tilgodehavender er kun indirekte under pengepolitisk kontrol, idet bankerne, når deres adgang til at optage udenlandske lån er så fri, som tilfældet er i de fleste lande i dag, selv kan bestemme omfanget af deres udenlandske bruttomellemværender; også deres låntagning i centralbanken er på kort sigt vanskelig at påvirke, idet centralbanken kun med forsinkelse kan gennemføre en sådan stramning af lånevilkårene, at bankerne effektivt berøves incitamentet til at imødegå kortsigtede indskrænkninger i kassen gennem en sådan låntagning¹. Modsat, hvad man ofte ser fremhævet, er den omstændighed, at de private banker har bragt sig i gæld til centralbanken, ikke på kort sigt nogen tilstrækkelig betingelse for, at denne har sikret sig afgørende indflydelse på udviklingen i bankernes udlån og indlån.

Det ses da også, at udviklingen i det mål for bankernes kasse, der anvendes som tæller i den i lovgivningen definerede kassekvote, kan være relativt misvisende i perioder. I figur 1 er for Danmark og for USA indtegnet udviklingen i overskudskassen (»excess reserves«) ifølge den i banklovgivningen anvendte bruttodefinition samt en tidsrække for bankernes nettolikviditet (»net free reserves«), d.v.s. for Danmarks vedkommende de private bankers nettostilling over for Danmarks Nationalbank og udlandet og for USA »excess reserves« minus medlemsbankernes låntagning i Federal Reserve Systemet. Det er denne nettostørrelse, der er under den nære pengepolitiske kontrol. Medens overskudskassen udviser betydelig stabilitet, fluktuerer nettokassen stærkt, og den viser for Danmarks vedkommende en helt afvigende udvikling. Det ville være rimeligt at anvende en definition af kassekvotens tæller, som svarer nærmere til et kassebegreb med pengepolitisk mening — fremfor et begreb overtaget fra en tid, hvor det var helt andre synspunkter, der prægede banklovgivningen. Det ville væsentligt øge effektiviteten af alle pengepolitiske indgreb — ikke blot af kassekvoten og af variationer i denne.

1. I Sverige gennemførte Riksbanken i begyndelsen af 1964 en sådan stramning af lånevilkårene — en fordobling af udlånssatserne i tilfælde, hvor en bank øgede sin låntagning ud over det hidtidige niveau. Herhjemme har Danmarks Nationalbank fornylig bebudet i undtagelsestilfælde at ville benytte en lignende fremgangsmåde over for enkelte banker.



Figur 1. Overskudskasser og nettokasser.

Nettokasser i danske banker svarer kun med tilnærmelse til begrebet »net free reserves«; da bankernes beholdninger af sedler (og mønt) og giroindsud i praksis har svaret nogenlunde til det samlede kassekrav, der stilles i banklovens § 11, stk. 3, er der set bort fra disse beholdninger. De samlede likvide nettobilgodehavender (herunder også indlåns- og kreditbeviser) er medregnet.

Medens overskudskassen i danske banker typisk har udgjort omkring 5 pct. af gældsforpligtelserne, har »excess reserves« for Federal Reserve Systemets medlemsbanker i de sidste år udgjort omkring 0,5 pct. af anfordringsindskuddene. Ved så høje kassekrav, som der er tale om i USA, ønsker bankerne således at reducere overskudskassen til et minimum.

18. Et mere teknisk præget spørgsmål, der har en vis sammenhæng hermed, er spørgsmålet om *rådigheden over kassen*, evt. den forøgelse i denne, som en forøgelse af kassekvoten nødvendiggør. Hvis man tager udgangspunkt i en situation, hvor det legale kassekrav nogenlunde svarer til, hvad bankerne ønsker at holde som likvid arbejdsbeholdning, er det enkleste at kræve stigningen i kassen indbetalt på særkonto i centralbanken, hvor man således på ethvert tidspunkt kan konstatere dens tilstedeværelse, indtil der påny sker en nedsættelse. Dette svarer til den britiske ordning med »special deposits«. I konsekvens af, at kassen således unddrages bankerne som arbejdsbeholdning, har man fundet det rimeligt, at sådanne indskud i modsætning til centralbanksædvane bør forrentes. Alternativt kunne man tænke sig det ogede kassekrav honoreret gennem en forøgelse af arbejdsbeholdningerne, således at disse på de foreskrevne indberetningsdatoer — ugentlig eller månedlig — skulle have mindst den foreskrevne størrelse. Uanset udformningen af kassekravet må reglerne indeholde bestemmelser om frist til afhjælpning af underskud og om strafrente i tilfælde af, at bestemmelsen ikke overholdes.

Disse problemer er som nævnt overvejende af teknisk art og har begrænsede pengepolitiske implikationer. Det synes derfor også at have været muligt under udformningen af kassekvotereglerne i de enkelte lande at finde en rimelig balance mellem hensynet til det administrativt hensigtsmæssige og bankernes ønske om, at indgrebene tilrettelægges således, at de ikke mere, end formålet krævet det, griber ind i dispositionerne.

Pengepolitik og kapitalbevægelser.

19. Den frigørelse af de internationale kapitalbevægelser, der er sket i efterkrigsårene, har medført, at nye opgaver er blevet lagt på pengepolitikken, samtidig med at den i ringere grad end hidtil er i stand til at løse sine traditionelle opgaver. Der er navnlig opstået en potentiel konflikt mellem indre og ydre hensyn. Det klareste eksempel på en sådan konflikt har man set i de senere år i Forbundsrepublikken Tyskland, hvor et indre efterspørgelsespres har tilsagt en stram pengepolitik med relativt høj rente, en politik, der har været medvirkende til at øge omfanget af den private kapitalimport i en periode, hvor dette var alt andet end belejligt såvel under en tysk som en international synsvinkel. I en sådan situation må det forventes, at de ydre hensyn må tillægges stadigt større vægt, således at det bliver en central opgave for pengepolitikken at påvirke omfanget af de private kapitalbevægelser, medens andre økonomisk-politiske indgreb — især finanspolitiske — må overtage en del af pengepolitikkenes rolle ved stabiliseringen af den indre efterspørgsel.

En diskussion af, hvorledes de private kapitalbevægelser påvirkes, falder uden for denne fremstillings rammer. Der består en række muligheder af

pengepolitisk og anden art, som erfaringsmæssigt er ganske effektive, når de lages i koordineret anvendelse. Vigtigst blandt disse er at sikre, at renteniveauet og likviditetssituationen i indlandet ikke får et så kraftigt særpræg, at dette i sig selv kommer til at indeholde en stærk tilskyndelse til private kapitalbevægelser. Skulle sådanne opstå, kan det pågældende lands myndigheder gennem intervention på valutaterminsmarkedet og bestemmelser om, at der ikke må ydes rente af udlændinges bankindsbud bremse nogle af de kortfristede kapitalbevægelser; samtidig kan man gennem reglerne for beskatning af rente- og udbytteindkomster, eventuelt gennem stempel- og andre afgifter ved omsætningen af værdipapirer, påvirke de mere langfristede kapitalbevægelser. De tyske myndigheder iværksatte i marts i år et program af dette indhold for at dæmme op for den omfattende private kapitalimport.

20. Selv om man herigennem kan udøve betydelig indflydelse på kapitalbevægelserne, medfører disses øgede omfang givetvis, at den indre pengepolitiske kontrol svækkes, derved at den primære pengeforsyning bliver mindre stabil. Det bliver derfor mere betydningsfuldt, at muligheden for at neutralisere virkningen af svingningerne i den primære pengeforsyning gennem variationer i kassekvoten foreligger.

Hvis bankindsbud er omfattet af liberaliseringen, kan en differentiering af kassekvoten efter indskyderens nationalitet, således at kassekvoten over for udenlandske indlån sættes til 100 eller i alt fald højere end for indenlandske indlån, være et hensigtsmæssigt middel. Normalt vil det dog ikke være tilstrækkeligt, idet kapitalbevægelserne i stor udstrækning vil registreres på indenlandske kontohaveres konti. Dette vil således være tilfældet, når en udlænding køber (sælger) værdipapirer af (til) en indlænding; transaktionen vil give anledning til en forøgelse (formindskelse) af sidstnævntes bankkonto, og der er således ingen mulighed for at begrænse virkningerne på den sekundære pengeforsyning gennem diskriminerende bestemmelser over for udenlandske indskydere. En generel beføjelse til at variere kassekvoterne vil her være påkrævet¹.

Den danske debat om variable kassekvoter.

21. Spørgsmålet om ønskeligheden af at supplere de her i landet bestående muligheder for at føre pengepolitik med en adgang for Danmarks Nationalbank — eventuelt i samråd med regeringen — til at variere kravene til bankernes og sparekassernes kasser har været fremdraget ved forskellige lejlig-

1. Man må dog se i øjnene, at likviditetsændringer som følge af internationale kapitalbevægelser næppe vil være jævnt fordelt over banksystemet, således at det kunne forekomme ønskeligt at gribe mere selektivt ind over for de banker, hvis kontohavere deltager i de pågældende transaktioner. Sådanne selektive bestemmelser lader sig dog næppe formulere på tilfredsstillende måde.

heder. En langstrakt debat herom fandt sted i forbindelse med revisionen af bankloven i 1956, og i 1962 rejste Danmarks eventuelle tilslutning til Det europæiske økonomiske Fællesskab fornyet interesse om emnet.

Det er ikke muligt her at tage stilling til dette problem. Dette ville kræve ikke blot en vurdering af de forskellige pengepolitiske instrumenters relative hensigtsmæssighed, men også af den ønskelige balance mellem disse på den ene side og den øvrige økonomiske politik på den anden side. Der kan anføres argumenter mod at tilvejebringe en høj grad af perfektion i pengepolitikken, så længe andre dele af den økonomiske politik, der ofte fremstilles som mere effektive, langt fra er fuldkomne. Men på den anden side løser man ingen problemer ved at afvise en forfinelse af de pengepolitiske instrumenter med den motivering, at man principielt hellere vil benytte f.eks. finanspolitiske midler. Udgangspunktet for bemærkningerne er derfor i dette som i de foregående afsnit, at pengepolitikken kan yde et bidrag til stabiliseringen af den økonomiske aktivitet, samt at den rent faktisk fortsat vil få overladt en betydelig del af byrderne hermed.

22. Det er et væsentligt træk ved danske pengeforhold, at de påvirkninger af den primære pengeforsyning, der udgår fra valutastillingen og fra statens mellemværende med nationalbanken, er af betydelig størrelsesorden. Dels er udsvingene i betalingsbalancens saldo i et lille land normalt store i forhold til indenlandske økonomiske størrelser, dels er det et særegent dansk træk, at statslige kasseoverskud og -underskud med betydelig styrke slår igennem i den primære pengeforsyning, medens de i andre lande i højere grad modsvares af bevægelser i mængden af relativt kortfristede statspapirer i og uden for bankerne.

Sammenlignet med påvirkningerne fra valutastilling og statsfinanser har de hjemlige markedsoperationer i de seneste år været af begrænset omfang. Nationalbankens obligationsbeholdning var på det nærmeste stabil frem til slutningen af 1962. Faldet i valutareserverne og den finanspolitiske stramning formindskede i 1962 stærkt den primære pengeforsyning, og Nationalbanken påbegyndte betydelige opkøb; dens obligationsbeholdning er siden forøget med omkring 500 mill. kr. Selv dette er imidlertid en relativt beskedne påvirkning. Nationalbankens markedsoperationer har ikke tilsigtet at frembringe en udvikling i den primære pengeforsyning, der afveg væsentligt fra, hvad påvirkningerne gennem valutastilling og statsfinanser tilsagde. De afvigelser, der er forekommet, har været motiveret af hensynet til at forhindre en voldsom og ikke holdbar stigning i obligationsrenten.

Da der ikke her i landet findes et marked for helt korte papirer, støder det på visse praktiske vanskeligheder at foretage omfattende markedsoperationer, såfremt en kraftig virkning på obligationsrenten skal undgås. Bl. a. af denne årsag har der ikke været tendenser til, at bankerne i de sene

faser af en ekspansion har søgt at sælge ud af deres værdipapirer; ulysten til at konstatere kurstab har — i forbindelse med banklovens krav til værdipapirbeholdningens størrelse (§ 11, stk. 1) — sat snævre grænser herfor. Mindre justeringer af beholdningerne har til enhver tid kunnet gennemføres ved at undlade at erstatte udtrukne obligationer. Bankernes obligationsbeholdning har siden slutningen af 1940'erne været meget stabil bortset fra de kortvarige perioder, hvor den primære pengeforsyning — og dermed bankernes kasser — midlertidigt forøgedes gennem en forbedring af valutastillingen, d.v.s. typisk i 1958 og 1963. Det faldende kursniveau og den karakter af sekundær likviditetsreserve, som reglerne om genbelåning i nationalbanken har givet papirerne, bidrog under udlånseksansionen fra 1959 til 1962 til at bremse salg fra bankerne. Denne udvikling tyder således på, at den ovenfor refererede teoretiske diskussion om bankernes reaktioner under en stramning af pengepolitikken ikke umiddelbart er relevant under danske institutionelle forhold.

Nationalbanken har ad andre veje søgt at påvirke bankernes dispositioner. Midlet hertil har især været diskontoændringer, men også ændringer i bankernes adgang til at belåne værdipapirer i nationalbanken samt generelle og individuelle henstillinger til banker og sparekasser om at vise tilbageholdenhed i udlånsvirksomheden er blevet taget i anvendelse.

Disse midler har vist sig utilstrækkelige til at stabilisere kreditmultiplikatoren. Medens forholdet $\frac{M}{B}$ med de her anvendte definitioner ultimo 1950 var 2,8, androg det ultimo 1963 4,2, altså en forøgelse på 50 pct. Dette indebærer, at forholdet mellem tilvæksterne i de to størrelser har været langt større i det betragtede tidsrum, samtidig med at det har varieret betydeligt fra år til år, jfr. tabel 1 på næste side. Bankernes nettostilling over for nationalbanken og udlandet er blevet stærkt forringet, jfr. figur 1, uden at dette har givet sig mærkbare udslag i deres villighed til fortsat at udvide udlånene. Bankerne er kommet til at betragte nettogæld til nationalbanken som en normal foreteelse, og efter at adgangen til at låne i udlandet blev lempet i 1960, har der tillige været en tendens til stærk vækst i valutagælden, hvilket også har måttet forekomme velmotiveret på baggrund af det lavere renteniveau i udlandet.

Man er således kommet i den fra et pengepolitisk synspunkt beklagelige situation, at den primære pengeforsyning kun delvis kan siges at være under kontrol, samt at kreditmultiplikatoren varierer stærkt og i alt fald ikke synes at have fundet en overgrænse. Man må derfor naturligt stille sig det spørgsmål, om situationen ville have været bedre, såfremt man havde haft mulighed for at variere kassekvoten.

23. Den danske banklovgivning har siden 1930 indeholdt krav til kassen;

ifølge den nugældende lovs § 11, stk. 3, skal den enkelte banks beholdning af sedler, mønt og giroindskud samt anfordringstilgodehavender hos nationalbanken og hos andre inden- og udenlandske banker mindst udgøre 2 pct.

Tabel 1. Procentvis ændring fra år til år i sekundær pengeforsyning samt i primær pengeforsyning og kreditmultiplikatoren. Danmark 1950-62.

pct.	Sekundær pengeforsy- ning (<i>M</i>)	Primær pengeforsy- ning (<i>B</i>)	Kredit- multiplika- tor (<i>m</i>)
1950-51	+ 2,5	- 7,8	+ 11,2
1951-52	+ 4,8	+ 6,0	- 1,1
1952-53	+ 7,6	+ 7,0	+ 0,5
1953-54	+ 4,2	- 1,5	+ 5,7
1954-55	+ 1,1	+ 3,2	- 2,0
1955-56	+ 5,3	+ 9,2	- 3,6
1956-57	+ 1,8	+ 4,6	- 2,6
1957-58	+ 14,4	+ 18,3	- 3,2
1958-59	+ 15,4	+ 12,5	+ 2,6
1959-60	+ 8,2	- 9,1	+ 19,0
1960-61	+ 5,6	- 1,7	+ 7,5
1961-62	+ 13,6	+ 6,6	+ 6,4
1962-63	+ 10,6	+ 8,5	+ 1,9

M og *B* er beregnet som gennemsnit af pengeforsyningen ultimo kvartalene. — Summen af de procentvise ændringer i *B* og *m* afviger lidt fra den procentvise ændring i *M*, idet det kun, når der er tale om ganske små variationer, er muligt med god tilnærmelse at henføre årsagen til ændringen i produktet $B \cdot m$ til een af de to faktorer.

af deres samlede gældsforpligtelser med tillæg af 15 pct. af anfordringsindskud fra andre indenlandske banker. Som det fremgår af den tabel over bankernes kassekvote, som bringes i bankinspektørens årlige beretning, er det kun helt undtagelsesvis sket, at en bank er kommet ned i nærheden af disse krav.

I folketingssamlingen 1954/55 blev der fremsat forslag til revision af bankloven indeholdende en beføjelse for handelsministeren til efter indstilling fra nationalbanken og samråd med Danske Bankers Fællesrepræsentation at variere kassekvoten som defineret ovenfor mellem 2 og 10 pct.¹;

1. Nationalbanken søgte under forhandlingerne at få ændret definitionen af kassekvoten, således at kassekravet over for anfordringsindskud fra andre banker skulle være 100 pct. Dette viste sig ikke gennemførligt, men man indgik dog det kompromis, at der skulle gælde en højere sats over for sådanne indskud, samt at denne sats skulle variere proportionalt med den almindelige kassekvote (mellem 15 og 55 pct.).

ændringen måtte højst være 1 pct. ad gangen og skulle ske med mindst 1 måneds varsel.

Ved færdigbehandlingen af forslaget i folketingssamlingen 1955/56 gled den nævnte beføjelse ud, og den vedtagne lov — bankloven af 15. juni 1956 — kom ikke til at indeholde yderligere pengepolitiske instrumenter. Den stærke modvilje mod de variable kassekvoter, der kom til udtryk under folketingsbehandlingen [15], skyldtes dels, at forslaget i den udarbejdede form ville ramme de mindre banker relativt hårdest, medens hovedbankerne næppe ville få vanskeligt ved at opfylde selv de foreslåede maksimumskrav, dels en vagere formuleret modvilje mod at åbne mulighed for en mere restriktiv pengepolitik. De tekniske indvendinger fra bankerne og den almindelige politiske uvilje udgjorde en så stærk kombination, at forslaget om variable kassekvoter blev trukket tilbage.

I lyset af udviklingen siden 1958, hvor bankernes udlån er øget voldsomt, er det blevet hævdet, at forhøjelser af kassekvoten i 1958-60 ville have forhindret udlånsekspansionen i at løbe så vidt, som tilfældet blev. Dette kan dog diskuteres. For det første må man nære tvivl om, hvorvidt der faktisk ville have været politisk tilslutning til at gennemføre en forhøjelse af kvoterne i denne ret tidlige fase af opsvinget. For det andet er det tydeligt, at med den anvendte definition af kassekvoten ville det have været nødvendigt at nå op i nærheden af det i lovforslaget fastsatte maksimum, før reglerne kunne få nogen virkelig indflydelse på bankernes dispositioner. Selv under den anspændte likviditetssituation i 1962 lå den gennemsnitlige kassekvote på omkring 7 pct., og det er ikke tænkeligt, at man ville være nået så meget i nærheden heraf med lovgivningens krav, at kvoten effektivt kunne have begrænset ekspansionen. En ændret definition af kassekvoten, hvorefter anfordringstilgodehavender hos udenlandske banker kun kan indregnes i kassen i det omfang, de overstiger den kortfristede udenlandske gæld, kunne derimod have givet de variable kassekvoter væsentligt større pengepolitisk vægt. Også i dette tilfælde vil bankerne dog have mulighed for at svække kontrollen, jfr. pkt. 20 ovenfor.

24. Da Folketinget i 1961 besluttede at undersøge betingelserne for dansk medlemskab i Det europæiske økonomiske Fællesskab, aktualiseredes påny overvejelserne omkring yderligere pengepolitiske instrumenter. En opfyldelse af CEE-reglerne for liberalisering af kapitalbevægelser ville medføre risiko for, at de påvirkninger af den primære pengeforsyning, som udgår fra valutastillingen, blev kraftigere end hidtil, således at et middel til hurtig og omfattende påvirkning af banksystemet syntes påkrævet. Endvidere havde man i de mellemliggende år kunnet konstatere, hvor ringe en grad af kontrol de bestående pengepolitiske instrumenter havde muliggjort.

De overvejelser, der på denne baggrund blev igangsat, var ikke afsluttet,

da de videre danske forhandlinger i Bruxelles i januar 1963 måtte stilles i bero. Da forslaget om at indføre variable kassekvoter fra nationalbankens side var direkte motiveret af den markedspolitiske situation og iøvrigt modte stærk modvilje hos banker og sparekasser, blev også det stillet i bero.

I foråret 1964 har nationalbanken imidlertid på ny rejst ønske om at få indført variable kassekvoter. Kun herigennem mener banken at kunne få tilfredsstillende føling med bankernes udlån; uden variable kassekvoter føler man sig henvist til at bruge midler, som er mindre effektive og mere vilkårlige i deres virkninger, såsom begrænsninger i enkelte bankers låneadgang i nationalbanken.

25. Overvejelserne omkring indførelsen af variable kassekvoter vil sikkert gang på gang dukke op, hvad enten motiveringen er oget interesse for at gøre pengepolitikken effektiv eller frygten for omfattende kapitalbevægelser. Fra et teknisk synspunkt er der ikke tvivl om, at man ved at variere kvoterne mere hurtigt og effektivt kan neutralisere omfattende uønskede påvirkninger af pengeforsyningen end gennem markedsoperationer. Når spillerummet for rentevariationer indsnævres som følge af de friere internationale kapitalbevægelser, bliver det påkrævet at kunne påvirke den sekundære pengeforsyning mere præcist gennem kreditmultiplikatoren, såfremt en pengepolitisk indflydelse på den økonomiske aktivitet skal bevares.

Over for disse tekniske fordele ved variable kassekvoter står de betænkeligheder, der altid knytter sig til indførelsen af nye former for økonomisk-politiske indgreb, i første række spørgsmålet om, hvorvidt de nye indgreb er mere vidtgående, end situationen kræver. Det må her erindres, at variation af kassekvoterne for de implicerede pengeinstitutter er et mindre vidtgående indgreb i dispositionsfriheden end det alternative middel, som den udprægede mangel på stabilitet i kreditmultiplikatoren har inspireret til i enkelte lande: fastsættelsen af et maksimum for bankernes udlånsudvidelse. Et sådant udlånsloft er imidlertid på samme tid mere effektivt, fordi det direkte retter sig mod den størrelse, som man ønsker at influere på. Anvendelsen af variable kassekvoter er et kompromis mellem den indirekte påvirkning af likviditeten, som markedsoperationerne repræsenterer, og denne direkte form for indgreb. Erfaringerne her i landet som andetsteds tyder på, at dette kompromis kun kan føre til de ønskede resultater, såfremt man formulerer reglerne om kassen på en sådan måde, at denne virkelig er under pengepolitisk kontrol og ikke — inden for vide grænser — kan påvirkes gennem bankernes egne dispositioner.

LITTERATUR

- [1] Ahrensdoerf, J. og Kanesathasan, S: Variations in the Money Multiplier and Their Implications for Central Banking. *International Monetary Fund Staff Papers* Vol. VIII (1960-61), pp. 126-49.
- [2] Aschheim, Joseph: Open-Market Operations versus Reserve-Requirement Variation. *Economic Journal* Vol. LXIX (1959), pp. 697-704.
- Denne artikel affødte følgende diskussionsindlæg i kronologisk orden (alle henvisninger til *Economic Journal*):
- [3] Goode, Richard og Gurley, John: Comment. LXX (1960), pp. 616-18.
- [4] Porter, R. C.: Comment. LXX (1960), pp. 618-20.
- [5] Aschheim, Joseph: Reply. LXX (1960), pp. 620-22.
- [6] Thanos, C. A.: Open-Market Operations and the Portfolio Policy of the Commercial Banks. LXXI (1961), pp. 566-71.
- [7] Rowan, D. C.: A Note on Open-Market Operations versus Variations in Reserve Requirements. LXXII (1962), pp. 471-77.
- [8] Goldstein, H. N.: The Relative Security Market Impact of Open-Market Sales and »Equivalent« Reserve-Requirement Increases. LXXII (1962), pp. 596-610.
- [9] Fitzgibbons, A. J.: Open-Market Operations versus Reserve-Ratio Requirements — Another Viewpoint. LXXII (1962), pp. 994-99.
- [10] Thanos, C. A.: The Relative Security Market Impact of Open-Market Sales and »Equivalent« Reserve-Requirement Increases: A Rejoinder. LXXII (1962), pp. 999-1004.
- [11] Aschheim, Joseph: Restrictive Open-Market Operations versus Reserve-Requirement Increases: A Reformulation. LXXIII (1963), pp. 254-66.
- [12] Bain, Andrew D.: Monetary Control through Open-Market Operations and Reserve-Requirement Variations. LXXIV (1964), pp. 137-46.
- [13] *Banklikviditet och Kreditprioritering*. Statens Offentliga Utredningar 1960:16.
- [14] The Committee on the Working of the Monetary System (Radcliffe Committee), *Report, Principal Memoranda of Evidence I-III og Minutes of Evidence*. H.M.S.O. London 1959 og 1960.
- [15] *Folketingstidende* 1955/56, spalte 940-47 og 4720-30, samt Tillæg A, spalte 45-54.
- [16] Fousek, Peter G.: *Foreign Central Banking*. Federal Reserve Bank of New York 1957.
- [17] Goode, Richard og Thorn, Richard S.: Variable Reserve Requirements against Commercial Bank Deposits. *International Monetary Fund Staff Papers* Vol. VII (1959-60), pp. 9-45.
- [18] Gurley, John og Shaw, E. S.: *Money in a Theory of Finance*. Brookings Institution, Washington D. C., 1960.
- [19] Hoffmeyer, Erik: *Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet*. København 1960.
- [20] *Innstilling fra den penge- og kredittpolitiske komite*. Finans- og tolldepartementet. Bergen 1964.
- [21] *Les instruments la politique monetaire dans les pays de la Communauté économique européenne*, CEE Commission, Bruxelles 1962.
- [22] Lindbeck, Assar: *A Study in Monetary Analysis*. Stockholm 1963.
- [23] *Mål och Medel i Stabiliseringspolitiken*. Statens Offentliga Utredningar 1961:42.
- [24] Meigs, A. J.: *Free Reserves and the Money Supply*. Chicago 1962.
- [25] Schneider, E.: *Einführung in die Wirtschaftstheorie*, III. Teil. Tübingen 1961.
- [26] Shearer, Ronald A.: The Expansion of Bank Credit: An Alternative Approach. *Quarterly Journal of Economics* Vol. LXXVII (1963), pp. 485-502.
- [27] Teigen, Ronald: Demand and Supply Functions for Money in the United States: Some Structural Estimates. Vil fremkomme i *Econometrica* Vol. 32, (1964), julinummeret.