

krækd og æg kan hjemmemarkedspriserne opretholdes ved hjælp af et afgifts-system, som er gennemført i henhold til en bestemmelse i lov om afsætning af danske landbrugsvarer m. v. Baggrunden for, at afgiftsordningen skal lovfæstes, er, at strukturen for disse brancher ikke muliggør en frivillig aftale. Den nævnte lovbestemmelse fastlægger, at priserne ved regulering skal godkendes af monopoltilsynet. De, der i sin tid har stillet sig køligt over for monopoltilsynets forudgående priskontrol over for monopolområdet, kan nok hævde, at det er tilsynets virksomhed på dette område, som har medført, at politikerne har overdraget tilsynet kontrollen med landbrugets hjemmemarkedspriser. Landbruget har selv været ivrig for at få den samme »service« som industrien. Til gengæld har monopoltilsynet ikke været stærkt interesseret i at få denne opgave, hvor selv megen sagkundskab på det økonomiske område ikke kan løse opgaven at finde en rimelig produktionspris på den enkelte vare. Udgangspunktet for de priser, som reguleres efter den sidstnævnte lov, er derfor fastlagt i selve loven, og det, tilsynet skal kontrollere, er, at forhøjelserne er rimeligt begrundet med omkostningsstigninger. Selv med denne definition er opgaven langt fra problemløs. Bl.a. har det været nødvendigt at gøre et stort arbejde for at finde frem til betydningen af effektivitetsforbedringen i landbruget¹.

Foruden det foran omtalte omfatter monopoltilsynets virksomhed en række andre opgaver. Den vigtigste heraf er administration af lov om indseende med priser. Herom henvises til *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1964, side 225.

Niels Banke*

RENTE, OBLIGATIONSUDBUD OG LIKVIDITET

Det er en vidt udbredt opfattelse, at nettoudbuddet af værdipapirer på kapitalmarkedet spiller en afgørende rolle for rentens højde. Således blev den med kort varsel og uden indgående offentlig diskussion gennemtvunget rationering af realkreditinstitutternes långivning begrundet blandt andet dermed, at det stigende renteniveau i 1964-65 skulle bero på en stærk stigning i obligationsudbuddet.

For at belyse denne opfattelse er foretaget en analyse af renteutviklingen 1955-1964 incl.

Som udtryk for renten - R - er benyttet Statistisk Departements indeks (1958 = 100) for den effektive rente af lange lån i åbne kreditforeningsserier.

Som mål for banklikviditeten - L - er benyttet summen af forretningsbankernes nettotilgodehavender i nationalbanken og i udlandet, divideret med de samlede bankbalancer².

Endvidere er fra Nationalbankens Monetary Review benyttet tal for nettotilgang af obligationer (incl. Nationalbankens nettosalg) og aktieemissioner til markedskurser (d. v. s. størrelsen »Total supply on the market«). Nettotilgangen - T -

1. Se »Meddelelser fra monopoltilsynet« 1964, nr. 11, side 208

* Direktør for Monopoltilsynet, cand. polit. — Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Jydsk Nationaløkonomisk Forening d. 18. marts 1965.

2. Kilden er Nationalbankens årsberetninger og Monetary Review. Banken har endvidere oplyst månedstal for bankernes nettotilgodehavender også for årene 1955-1960 incl.

krækd og æg kan hjemmemarkedspriserne opretholdes ved hjælp af et afgifts-system, som er gennemført i henhold til en bestemmelse i lov om afsætning af danske landbrugsvarer m. v. Baggrunden for, at afgiftsordningen skal lovfæstes, er, at strukturen for disse brancher ikke muliggør en frivillig aftale. Den nævnte lovbestemmelse fastlægger, at priserne ved regulering skal godkendes af monopoltilsynet. De, der i sin tid har stillet sig køligt over for monopoltilsynets forudgående priskontrol over for monopolområdet, kan nok hævde, at det er tilsynets virksomhed på dette område, som har medført, at politikerne har overdraget tilsynet kontrollen med landbrugets hjemmemarkedspriser. Landbruget har selv været ivrig for at få den samme »service« som industrien. Til gengæld har monopoltilsynet ikke været stærkt interesseret i at få denne opgave, hvor selv megen sagkundskab på det økonomiske område ikke kan løse opgaven at finde en rimelig produktionspris på den enkelte vare. Udgangspunktet for de priser, som reguleres efter den sidstnævnte lov, er derfor fastlagt i selve loven, og det, tilsynet skal kontrollere, er, at forhøjelserne er rimeligt begrundet med omkostningsstigninger. Selv med denne definition er opgaven langt fra problemløs. Bl.a. har det været nødvendigt at gøre et stort arbejde for at finde frem til betydningen af effektivitetsforbedringen i landbruget¹.

Foruden det foran omtalte omfatter monopoltilsynets virksomhed en række andre opgaver. Den vigtigste heraf er administration af lov om indseende med priser. Herom henvises til *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1964, side 225.

Niels Banke*

RENTE, OBLIGATIONSUDBUD OG LIKVIDITET

Det er en vidt udbredt opfattelse, at nettoudbuddet af værdipapirer på kapitalmarkedet spiller en afgørende rolle for rentens højde. Således blev den med kort varsel og uden indgående offentlig diskussion gennemtvunget rationering af realkreditinstitutternes långivning begrundet blandt andet dermed, at det stigende renteniveau i 1964-65 skulle bero på en stærk stigning i obligationsudbuddet.

For at belyse denne opfattelse er foretaget en analyse af renteutviklingen 1955-1964 incl.

Som udtryk for renten - R - er benyttet Statistisk Departements indeks (1958 = 100) for den effektive rente af lange lån i åbne kreditforeningsserier.

Som mål for banklikviditeten - L - er benyttet summen af forretningsbankernes nettotilgodehavender i nationalbanken og i udlandet, divideret med de samlede bankbalancer².

Endvidere er fra Nationalbankens Monetary Review benyttet tal for nettotilgang af obligationer (incl. Nationalbankens nettosalg) og aktieemissioner til markedskurser (d. v. s. størrelsen »Total supply on the market«). Nettotilgangen - T -

1. Se »Meddelelser fra monopoltilsynet« 1964, nr. 11, side 208

* Direktør for Monopoltilsynet, cand. polit. — Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Jydsk Nationaløkonomisk Forening d. 18. marts 1965.

2. Kilden er Nationalbankens årsberetninger og Monetary Review. Banken har endvidere oplyst månedstal for bankernes nettotilgodehavender også for årene 1955-1960 incl.

er udtrykt som procent af den samlede private opsparing iflg. opgørelserne i Det økonomiske Sekretariats årsoversigter¹.

For rente og likviditet er som kalenderårtal benyttet gennemsnit af januar-december ultimotal. Tal for tilgang af værdipapirer i procent af opsparing er summariske tal for de respektive år.

Rente, likviditet og værdipapirtilgang.

	$R^a)$	$L^b)$	$T^c)$
1955	110	0.02	11
1956	113	0.27	17
1957	115	0.41	15
1958	100	1.69	22
1959	102	1.70	20
1960	108	-0.10	20
1961	118	-1.04	26
1962	118	-1.06	25
1963	116	-0.92	37
1964	127	-0.97	33

- a) Indeks for effektiv rente af 5 pct. kreditforeningsobligationer, åbne serier. 1958 = 100. Gnsntl. mdl.
 b) Forretningsbankernes nettotilgodehavende i nationalbanken og i udlandet divideret med samlet balance. Gnsntl. mdl. Standardiserede afvigelser.
 c) Nettoudbud til markedskurser af obligationer og aktier på det organiserede marked i procent af den private opsparing.

Størrelsen af R , L og T for årene 1955-1964 er vist i tabellen. Man finder, når de variable udtrykkes med deres respektive middelfejl som enheder, følgende sammenhæng

$$R = -0,847 L + 0,046 T$$

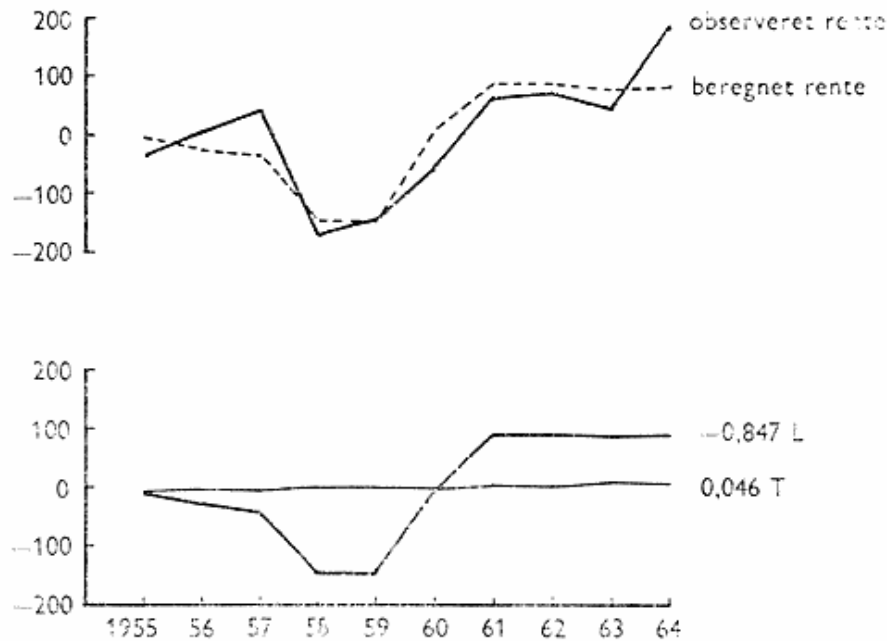
$$r_{R-LT} = 0,871$$

Koefficienten til T er selvsagt ikke signifikant, jfr. også den vedføjede figur, hvis nedre del særskilt angiver L 's og T 's bidrag til de beregnede værdier af R . Regressionen af R på L svarer for tre fjerdedele af de observerede R -værdiers varians.

Man finder således ingen indflydelse af nettoudbuddet af værdipapirer på renteudviklingen. Særlig bemærkelsesværdigt er det, at fra 1957 til 1958, hvor nettoudbuddet steg fra 15 procent til 22 procent af opsparingen, faldt renten stærkt, og at nettoudbuddets stigning 1962-1963 fra 25 procent til 37 procent af opsparingen også ledsagedes af rentefald. Det kan tilføjes, at det negative resultat ikke ændres, hvis man korrigerer tallene for nyudbuddet af obligationer således, at hvert års udbud opgøres til det foregående års kurser.

Det kan umiddelbart overraske, at nyttilgangen af værdipapirer på kapitalmarkedet end ikke udøver en supplerende indflydelse. Det er en ofte gjort iagttagelse, at ændringer i det relative udbud af forskellige typer af værdipapirer influerer på deres relative kurser, og det synes nærliggende herfra at slutte, at det samlede nyudbud på det organiserede marked må spille en afgørende rolle for kursudviklingen og således for rentens højde.

1. For 1964 er den samlede private opsparing anslået til 9.500 mill. kr.



Observeret og beregnet rente. (Den beregnede rente fremkommer ved addition af kurverne i det nederste diagram. Alle variable er udtrykt i de ved regressionsanalyserne anvendte enheder).

Indvendingen mod dette ræsonnement er ikke, at der foreligger en analogi til lønændrings beskæftigelseseffekt. Thi det organiserede kapitalmarked er kun en begrænset del af det samlede kreditmarked.

Der forekommer på det organiserede marked variationer i relative kurser og effektive afkast af papirer med ensartet restløbetid sammenhængende med variationer i det relative udbud. Substitutionsmulighederne bevirker imidlertid, at sådanne indbyrdes kurs- og afkastningsvariationer i almindelighed er meget små sammenlignet med de generelle renteændringer, som det er opgaven at forklare. Derimod er det relative afkast af papirer med kort og lang restløbetid underkastet betydelige ændringer; men netop i forbindelse med ændringer i likviditeten.

En version af opfattelsen, at større obligationsudbud trykker kurserne, går ud på, at kursfaldet indtræder, fordi opsparingen er for lille. Obligationsudstedelsen sker imidlertid som endelig finansiering af den realkapitalforøgelse og dermed også formueforøgelse, som har fundet sted gennem den ved kort kredit finansierede investering. Den tilsvarende opsparing har således fundet sted. Uden den endelige finansiering ved obligationsudstedelse ville bestanden af korte forpligtelser således stige i forhold til den lange gæld. Imidlertid kan den indenlandske investering og emissionen af lange papirer stige i forhold til indlandets opsparing. Hvis merudbuddet af lange papirer afsættes til udlandet, er der åbenbart intet problem – uanset hvilken opfattelse man hylder. Hvis der derimod ikke afsættes obligationer til udlandet, sker der en forringelse af balancen af korte tilgodehavender og forpligtelser overfor udlandet; dette indebærer en likvitetsformindskelse, og derfor falder kurserne.

I den offentlige debat har de såkaldte tillægslån spillet en ufortjent stor rolle. En begrænset del af tillægsbelåningen optages formentlig til finansiering af investeringer i anden realkapital end fast ejendom. Investeringsobjektets fysiske beskaffenhed er imidlertid ligegyldig i nærværende sammenhæng, og der kan derfor henvises til bemærkningerne ovenfor: Ved investeringen skabes større indkomster og opsparing. Den del af den til investeringen svarende opsparing, som ikke præsteres af dem, der investerer, må være foretaget af andre; og denne yderligere opsparing (= formuertilvækst) søger anbringelse i fordringer.

Hovedparten af tillægsbelåningen sker i forbindelse med omsætningen af faste ejendomme. Forsåvidt der er tale om nybygget ejendom kan der igen henvises til fremstillingen ovenfor. Når der emitteres obligationer på grundlag af lån i en ældre ejendom – hvad enten det sker i forbindelse med afhændelse eller ej – øger debitor åbenbart sin likviditet, idet han får rådighed over betalingsmidler. Hvis ejendomsbesidderne spontant optager lån i større stil simpelthen for at gøre deres formue mere likvid, er dette åbenbart udtryk for en større likviditetspræference, og det er klart, at renten må stige, medmindre enten andre samtidig indskrænker deres ønsker om likviditet, eller centralbanken imødekommer ønskerne om større likviditet ved en kreditudvidelse. Når en ejendomsbesidder optager tillægslån med salg for øje, er dette imidlertid normalt ikke udtryk for ønske om at råde over større beholdninger af likvide midler; men det sker for at øge ejendommens omsættelighed. Ejendomssælgeren ændrer sin formues sammensætning, idet han afhænder realkapital og erhverver fordringer.

En fysisk uforandret bestand af faste ejendomme kan stige i nominel værdi. Ved konstant belåningsprocent må da den samlede gæld stige, således at værdistigningen ledsages af en nettotilgang af fordringer. Hvis folks præferencer med hensyn til det forhold, i hvilket de ønsker at anbringe deres formuer i realkapital og værdipapirer, er uforandrede, medfører udbuddet af værdipapirer ingen tendens til rentestigning. Imidlertid kan formue også holdes som likvide beholdninger, og det må antages, at de likvide beholdninger, folk ønsker at råde over, vokser med formuens størrelse. Hvis derfor ejendomsværdier og gæld (= fordringer) stiger i takt, medens mængden af likvide beholdninger ikke øges, mindsker likviditeten relativt; og renten vil således stige. Rentestigningens årsag er altså større relativ knaphed på likvide midler.

Hvis større lån i realkreditinstitutterne optages til indfrielse af privat pantegæld, bliver nettoresultatet en likviditetsforøgelse, fordi de nye fordringer er lettere omsættelige end de gamle. Det gennemsnitlige renteniveau falder givetvis; eventuelt falder også renten på det organiserede marked, og en væsentlig rentestigning kan i al fald anses for udelukket.

Hvis enhver ejendomsbesidder forvandles til en ødeland, der optager lån for at kunne sætte sit forbrug i vejret, vil det påvirke renten på samme måde som en stærkere investeringstilbøjelighed. Låntagerne efterspørger flere betalingsmidler for at kunne afholde større udgifter. Indkomsterne og den samlede omsætning vil stige, og hvis ikke centralbanken stiller flere betalingsmidler til rådighed, må renten selvsagt stige.

For at sammenfatte: Væsentlig vækst i det samlede obligationsudbud sammenhænger med vækst i realkapitalen ved investering og derfor med vækst i formuerne. Såfremt nyudbuddet af obligationer stiger i forhold til investeringen, kan det bero enten på lavere selvfinansierungsgrad, i hvilket tilfælde tilsvarende større opsparing = formuertilvækst nødvendigvis sker hos andre end foretagerne; eller

derpå at obligationer træder i stedet for andre arter af fordringer, hvilket på grund af omsætteligheden normalt vil indebære bedret likviditet. Vækst i realkapitalen, formuerne og bestanden af værdipapirer og vækst i indkomsterne vil imidlertid medføre større efterspørgsel efter betalingsmidler. Medens den private sektor kan producere både realkapital og fordringer, kontrolleres mængden af betalingsmidler af centralbanken. Renten må stige, såfremt udbuddet af betalingsmidler ikke øges svarende til efterspørgslen. – Det ses videre, at den kreditpolitiske effektivitet af rationeringen af obligationsudstedelsen beror på ikke, om obligationsudbuddet reduceres i forhold til investeringen, men om rationeringen resulterer i mindre investering.

Ved uændret aktivitet og relative mængder af de forskellige formueanbringelsesobjekter kan kurser og rente ændres som følge af ændrede præferencer. Udviklingen i den af regressionsanalysen dækkede periode viser to eksempler herpå, idet sammenhængen mellem rente og likviditet ændredes omkring 1957 og igen i 1964.

Den første ændring, som indebar en rentereduktion, beroede på dels ændringer i nationalbankens udlånspolitik, dels – og navnlig – på de øgede muligheder for optagelse af lån i udlandet. Den betydeligt stærkere, modsatrettede ændring i 1964 skyldtes formentlig navnlig indskrænkningen af låntagningen i udlandet, men sandsynligvis i et vist omfang tillige forventninger om øget inflationspres¹. En regressionsanalyse på grundlag af de 120 månedsdata 1955-1964 viser fra midten af 1964 en betydelig og stigende difference mellem observeret rente og den på basis af banklikviditeten beregnede rente. I første del af 1965 er denne tendens tilsyneladende fortsat og forstærket bl.a. som en følge af aftalerne mellem nationalbanken og pengeinstitutterne.

*Jørgen H. Gelling**

INTERNATIONALISERINGEN AF DE VESTEUEOPÆISKE PENGE- OG KAPITALMARKEDER

Der er igennem det sidste tiår sket en revolutionerende udvikling i omfanget af de internationale kapitalbevægelser, kortfristede som langfristede. Til dels har dette været resultatet af en bevidst politik, således som denne er kommet til udtryk gennem offentlig låntagning og långivning og gennem den stadige liberalisering af de private kapitalbevægelser. Men samtidig er udviklingen en følge af, at forskelle i renteniveau og kreditmuligheder i forbindelse med den større valutakursstabilitet har gjort det fordelagtigt også for private at yde og modtage internationale lån.

Selv har vi i Danmark kunnet følge denne udvikling på nært hold. Siden 1957/58 har stat, kommuner og halvofficielle forsyningsvirksomheder netto importeret over to en halv milliard kroner. Samtidig har der været et stærkt opsving i den langfristede private kapitalimport, mest i form af direkte investeringer. Også de kortfristede kapitalbevægelser – varekreditter o.l. – har givet en betydelig nettokapi-

1. For dette moments betydning taler det, at en bestemmelse af regressionen af renten på ikke-banksektorens likviditet (udtrykt ved den med nationalproduktet deflaterede difference mellem pengeinstitutternes indlån og udlån) også udviser en stor positiv difference mellem observeret og beregnet rente i 1964.

* Professor ved Aarhus Universitet, dr. polit.