

KOMMENTARER OG OVERSIGTER

NATIONALBANKENS AFTALER MED DE PRIVATE BANKER OG SPAREKASSER

Midt i februar optog Danmarks Nationalbank kontakt med de private banker med henblik på at tilvejebringe en frivillig aftale med disse om begrænsning af udlånsstigningen. Allerede den 24. februar kunne Nationalbanken og Danske Bankers Fællesrepræsentation efter nogle få, men intensive, forhandlinger, der ændrede oplæggets tekniske udformning, men ikke dets sandsynlige virkninger, udsende meddelelse om et positivt resultat af forhandlingerne, og den 5. marts tilsluttede Danmarks Sparekasseforening sig en aftale, der under en lidt anden form tilstræbte samme formål.

De to aftaler er trykt i Danmarks Nationalbanks beretning og regnskab for året 1964 sammen med de følgebrev, hvori Nationalbanken opfordrede de enkelte banker og sparekasser til at tilslutte sig aftalen. Medio april havde alle private banker på nær 3, der tilsammen har mindre end $\frac{1}{2}$ pct. af de samlede indlån, tilsluttet sig aftalen; også for sparekasserne er tilslutningen meget nær fuldstændig, idet kasser, repræsenterende mere end 95 pct. af indlånene, allerede havde givet positivt svar, og en lignende reaktion måtte forudses hos de øvrige, overvejende helt små kasser i landdistrikterne. For ethvert praktisk formål omfatter den nye aftale således alle danske banker og sparekasser.

Baggrund.

Nationalbanken har et par gange inden for det sidste tiår – ved revisionen af bankloven i 1954-56 og i forbindelse med forhandlingerne i 1962 om vilkårene for dansk indtræden i Det europæiske økonomiske Fællesskab (CEE) – rejst ønske om at få indført en bestemmelse i bankloven, eller evt. i en særlig lov, om adgang til at variere kravene til kassekvoten, d.v.s. forholdet mellem en banks kassebeholdning og dens indlån, således som man kender det fra en række andre lande¹. Disse bestræbelser på ad lovgivningens vej at supplere Nationalbankens traditionelle pengepolitiske virkemidler: markedsoperationer, ændringer i diskonto- eller andre rentesatser og i bankernes adgang til at belåne værdipapirer samt henstillinger til de enkelte pengeinstitutter om tilbageholdenhed med udlånsudvidelser, stødte på energisk modstand fra de private pengeinstitutters side og især fra provinsbankerne. I 1956 lykkedes det disse at få vendt stemningen i folketingsudvalget om banklovsrevisionen. I 1962 havde Nationalbanken anvendt den på det tidspunkt sandsynlige danske tilslutning til CEE som hovedargument for sit ønske om at få indført variable kassekvoter, denne gang ikke blot for bankerne, men også for sparekasserne. Forslagets politiske muligheder svækkedes derfor afgørende, da yderligere forhandlinger i Bruxelles blev stillet i bero fra januar 1963.

På baggrund af disse erfaringer forekommer det umiddelbart overraskende, at det nu har vist sig muligt for Nationalbanken at komme overens med de private banker og sparekasser om en aftale med samme sigte, omend ikke samme form, som de foreslåede lovgivningsregler, der tidligere vakte kompakt modstand blandt pengeinstitutterne. Man må derfor naturligt spørge sig, om forudsætningerne for en sådan aftale har ændret sig drastisk, eller om forskellene mellem de forplig-

1. Der henvises herom til Niels Thygesens »Variable kassekvoter som pengepolitisk instrument«, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1964, pp. 153-71.

KOMMENTARER OG OVERSIGTER

NATIONALBANKENS AFTALER MED DE PRIVATE BANKER OG SPAREKASSER

Midt i februar optog Danmarks Nationalbank kontakt med de private banker med henblik på at tilvejebringe en frivillig aftale med disse om begrænsning af udlånsstigningen. Allerede den 24. februar kunne Nationalbanken og Danske Bankers Fællesrepræsentation efter nogle få, men intensive, forhandlinger, der ændrede oplæggets tekniske udformning, men ikke dets sandsynlige virkninger, udsende meddelelse om et positivt resultat af forhandlingerne, og den 5. marts tilsluttede Danmarks Sparekasseforening sig en aftale, der under en lidt anden form tilstræbte samme formål.

De to aftaler er trykt i Danmarks Nationalbanks beretning og regnskab for året 1964 sammen med de følgebrev, hvori Nationalbanken opfordrede de enkelte banker og sparekasser til at tilslutte sig aftalen. Medio april havde alle private banker på nær 3, der tilsammen har mindre end $\frac{1}{2}$ pct. af de samlede indlån, tilsluttet sig aftalen; også for sparekasserne er tilslutningen meget nær fuldstændig, idet kasser, repræsenterende mere end 95 pct. af indlånene, allerede havde givet positivt svar, og en lignende reaktion måtte forudses hos de øvrige, overvejende helt små kasser i landdistrikterne. For ethvert praktisk formål omfatter den nye aftale således alle danske banker og sparekasser.

Baggrund.

Nationalbanken har et par gange inden for det sidste tiår – ved revisionen af bankloven i 1954-56 og i forbindelse med forhandlingerne i 1962 om vilkårene for dansk indtræden i Det europæiske økonomiske Fællesskab (CEE) – rejst ønske om at få indført en bestemmelse i bankloven, eller evt. i en særlig lov, om adgang til at variere kravene til kassekvoten, d.v.s. forholdet mellem en banks kassebeholdning og dens indlån, således som man kender det fra en række andre lande¹. Disse bestræbelser på ad lovgivningens vej at supplere Nationalbankens traditionelle pengepolitiske virkemidler: markedsoperationer, ændringer i diskonto- eller andre rentesatser og i bankernes adgang til at belåne værdipapirer samt henstillinger til de enkelte pengeinstitutter om tilbageholdenhed med udlånsudvidelser, stødte på energisk modstand fra de private pengeinstitutters side og især fra provinsbankerne. I 1956 lykkedes det disse at få vendt stemningen i folketingsudvalget om banklovsrevisionen. I 1962 havde Nationalbanken anvendt den på det tidspunkt sandsynlige danske tilslutning til CEE som hovedargument for sit ønske om at få indført variable kassekvoter, denne gang ikke blot for bankerne, men også for sparekasserne. Forslagets politiske muligheder svækkedes derfor afgørende, da yderligere forhandlinger i Bruxelles blev stillet i bero fra januar 1963.

På baggrund af disse erfaringer forekommer det umiddelbart overraskende, at det nu har vist sig muligt for Nationalbanken at komme overens med de private banker og sparekasser om en aftale med samme sigte, omend ikke samme form, som de foreslåede lovgivningsregler, der tidligere vakte kompakt modstand blandt pengeinstitutterne. Man må derfor naturligt spørge sig, om forudsætningerne for en sådan aftale har ændret sig drastisk, eller om forskellene mellem de forplig-

1. Der henvises herom til Niels Thygesens »Variable kassekvoter som pengepolitisk instrument«, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1964, pp. 153-71.

telser, som de tidligere lovforslag og aftalen pålægger pengeinstitutterne, er så væsentlige, at de kan forklare den ændrede holdning.

Aftalernes indhold.

Aftalen forpligter *bankerne* til at deponere 20 pct. af stigningen i deres indlån i én eller flere af 3 former: 1) som indskud på særlig konto i Nationalbanken, forrentet med 1½ pct. under diskontoen, 2) som indskud på særlig konto i andre banker og sparekasser, der er tilsluttet aftalen; banker og sparekasser, der modtager sådanne deponeringer, skal videredeponere disse på deres særlige konto i Nationalbanken, og 3) i form af en forbedring af saldoen på deres åbent udviste valutaposter, dog således, at banker med et udenlandsk nettotilgodehavende kan tage udgangspunkt i en saldo på nul. Basis for beregning af deponeringsforpligtelsen er gennemsnittet af samtlige indlån ved udgangen af månederne november 1964 – januar 1965 eller, hvis den pågældende bank foretrækker det, januar 1965; samme udgangspunkt skal vælges for opgørelsen af nettovalutastillingen¹.

For *sparekasserne* er der også pligt til at deponere 20 pct. af indlånstigningen på 3 nærmere angivne måder, hvoraf de 2 første er identiske med 1) og 2) ovenfor. Den tredje anbringelsesform er derimod forskellig, idet sparekasserne kan opfylde op til halvdelen af bindingsforpligtelsen – altså 10 pct. af indlånstigningen – ved erhvervelse af obligationer udstedt af Byggeriets Realkreditfond, Provinsbankernes Reallånefond, Landsbankernes Reallånefond samt Dansk Landbrugs Realkreditfond eller ved en stigning i langfristede tredieprioritetslån i nyt boligbyggeri. Basis for beregningen er gennemsnittet af indlånene – opgjort som summen af sparernes tilgodehavender og kassekredit i kredit – ved udgangen af månederne januar-marts 1965 eller, hvis den pågældende kasse foretrækker det, marts 1965.

For begge grupper gælder det, at deponeringspligten opgøres månedligt, første gang for bankerne ult. marts 1965 og for sparekasserne en måned senere, således at deponering, evt. frigivelse, sker senest den 10. i den følgende måned. Der er ikke i aftalen stipuleret sanktionsbestemmelser, såfremt deponeringspligten ikke overholdes, men det må antages, at Nationalbanken over for pengeinstitutter, der ikke overholder aftalen, »vil føle sig frit stillet med hensyn til, om lån vil kunne ydes og i givet fald, på hvilke vilkår«, således som den angiver at ville forholde sig over for banker, der ikke ønsker at tilslutte sig aftalen.

Aftalerne kan opsiges med et halvt års varsel af parterne, dog tidligst til ophør fra 1. oktober 1968. I de 3½ år, hvor aftalen således er uopsigelig, skal der hvert halve år optages forhandlinger mellem Nationalbanken på den ene side og Danske Bankers Fællesrepræsentation hhv. Danmarks Sparekasseforening på den anden side om, »hvorvidt der i lys af den økonomiske udvikling måtte være anledning til at ændre procentsatsen«. En sådan ændring kræver enighed mellem parterne.

Vurdering.

En sammenligning af aftalerne med de tidligere af Nationalbanken udarbejdede forslag om variable kassekvoter og en vurdering af aftalernes bidrag til en effek-

1. Det er efter aftalens indgåelse blevet tilkendegivet, at de deponeringspligtige beløb kan medregnes i kassen til opfyldelse af banklovens § 11. – Et teknisk uklart punkt er det, om bankernes forskellige bogføringspraksis m.h.t. graden af nettopostering af visse former for indlån og udlån (især byggelån) skal have konsekvenser for aftalen. Det må være en naturlig forudsætning, at bankerne ikke ændrer deres bogføringspraksis for derved bedre at kunne opfylde aftalen.

tivisering af dansk pengepolitik kan hensigtsmæssigt sammenfattes i følgende hovedpunkter: 1) likviditetssituationen og -udsigterne ved begyndelsen af 1965, 2) marginale ctr. gennemsnitlige kasse- og likviditetskvoter, 3) 100 pct. binding af forøgelse i bankernes udenlandske nettolåntagning, 4) aftalen med sparekasserne og 5) rammerne for Nationalbankens markedsoperationer.

Likviditetssituationen ved begyndelsen af 1965. Likviditeten, herunder bankernes kassekvote, var ved begyndelsen af 1965 ud fra enhver målestok særdeles anspændt. Over statsfinanserne foregik der gennem 1964 en meget betydelig pengeopsugning, der kun delvis blev modsvaret af forøgelsen af valutabeholdningen og af Nationalbankens (og i mindre målestok postgiroens) obligationskøb. Summen af de private bankers nettostilling over for Nationalbanken og deres nettovalutabeholdning androg ultimo 1964 næsten minus 700 mill. kr. Også bankernes brutto-likviditet som opgjort efter banklovens § 11, stk. 1, udgjorde en mindre andel af de samlede indlån end på noget tidligere regnskabstidspunkt for næsten alle størrelsesgrupper af banker. Bankerne havde selv et medansvar for denne likviditetsstramning, iden udlåne i dette år voksede med godt 10 pct., eller næsten lige så hurtigt som i ekspansionens første år (1959-60). Den anspændte likviditetssituation i forbindelse med udsigterne til en yderligere stramning, udgående såvel fra et underskud på vare- og tjenestebalancen som fra et stort statsligt kasseoverskud, har naturligt gjort bankerne mere lydøre over for Nationalbankens ønsker end på noget andet tidspunkt i de senere år. Den i august 1964 indførte strafrenteordning for bankernes låntagning i Nationalbanken ud over en vis grænse har spillet en rolle herfor, og det er i forhandlingerne med bankerne i februar blevet tilkendegivet, at ordningen i givet fald kunne blive afløst af noget endnu mere ubehageligt for bankerne, nemlig en rationering af kreditten til de enkelte banker. Alternativerne til aftalen har således været tilstrækkeligt afskrækkende til at betinge en betydelig forhandlingsvilje.

Hvis man nærmere betragter bankernes balancer ultimo januar 1965, der formentlig af flertallet er blevet valgt som udgangspunkt for beregningerne, viser det sig, at vore 4 største banker – de 3 hovedbanker og Andelsbanken – tilsammen havde en nettogæld til udlandet på 584 mill. kr., medens *de mindre hovedstadsbanker og provinsbankerne* havde et nettotilgodehavende på knap 60 mill. kr. Dette tal dækker over betydelige indbyrdes forskelle, men da disse øvrige banker som nævnt kan tage udgangspunkt i en nettostilling over for udlandet på nul, findes der her potentielt en lille reserve. Til den kan lægges beholdningen af ubelånte indlånsbeviser uden for hovedbankerne; skønmæssigt androg de ultimo januar knap 150 mill. kr. Tilsammen ligger der således en reserve på ca. 200 mill. kr., der kunne benyttes til at opfylde deponeringsforpligtelsen ved en samtidig stigning i indlån og udlån på 1 mia. kr., svarende omtrentligt til den sandsynlige vækst i de samlede indlån hos denne gruppe på eet år. Dette er dog en teoretisk overgrænse; navnlig skal man ikke vente, at der vil være noget ønske om at nedbringe beholdningerne af indlånsbeviser til nær nul.

De 4 største banker starter under ét med et mindre spillerum end resten af bankerne, selv om situationen også her er ret nuanceret. De har alle en betydelig nettogæld til udlandet, omend en enkelt bank ultimo januar havde et nettopassiv på 331 mill. og derved alene tegnede sig for mere end 63 pct. af samtlige bankers nettogæld. Hovedbankerne har i den pressemeddelelse, der blev udsendt ved aftalens offentliggørelse, givet tilsagn om, at deres beholdning på ca. 500 mill. kr. ubelånte indlånsbeviser »ikke vil blive indløst med det formål at gennemføre en kreditudvidelse«. Det er ikke ganske klart, hvorledes denne vending skal forstås; at der vil ske en vis svækkelse af efterspørgslen efter indlånsbeviser gennem aftale-

perioden må anses for givet. Derimod er det usandsynligt, at de største bankers folioindestående i Nationalbanken og deres egentlige kassebeholdning (sedler, mønt og giro) kan formindskes. Især for disse banker skulle aftalen hurtigt kunne få følelige virkninger.

Marginale ctr. gennemsnitlige kassekvoter. Selv om det fra et teknisk synspunkt er en vigtig nydannelse ved aftalen, at der opereres med en marginal kassekvote – d.v.s. at deponeringsforpligtelsen sættes i relation til tilvæksten i indlånene snarere end til indlånsmassen – skulle man i praksis kunne nå nogenlunde samme resultater som ved et system med gennemsnitlige kvoter, som senest foreslået af Nationalbanken i 1962. Når der er en så beskeden overskudskasse i banksystemet, som tilfældet var ved begyndelsen af 1965, skulle det være tilstrækkeligt at anvende en marginal kvote¹.

Det er en ganske høj procentsats, man har valgt i aftalen. Hvis man forestiller sig den fastholdt i de knap 4 år, hvor aftalen er uopsigelig, vil et meget betydeligt beløb være bundet ved begyndelsen af 1969. Det er næppe urealistisk at regne med, at indlånene i dette tidsrum vil øges med omkring 40 pct., svarende til en årlig stigningstakt på knap 11 pct. eller lidt hurtigere end væksten i pengeindkomsterne. Dette indebærer en indlånsforøgelse på godt 7 mia. kr. og et samlet deponeringspligtigt beløb på 1,4 mia. kr. Heraf må det antages – naturligvis noget afhængigt af renteutviklingen her i landet og på de vigtigste udenlandske penge-markeder – at mindst halvdelen vil finde vej til de særlige konti i Nationalbanken. Det er meget betydelige beløb sammenholdt med bankernes nuværende likvide aktiver.

100 pct. binding af forøgelser i bankernes udenlandske nettolåntagning. Det er et vigtigt punkt, at aftalen så direkte tilskynder bankerne til at forbedre deres nettostilling over for udlandet. Eftersom ændringer i denne saldo i forhold til basistidspunktet indgår fuldt ud i det deponeringspligtige beløb, indebærer aftalen en 100 pct.s deponeringspligt for provenuet af nettogældsstiftelse i udlandet. En sådan bestemmelse har periodevis været i brug i udlandet, bl.a. i Forbundsrepublikken Tyskland. I modsætning til banklovens § 11, der tillader medregning af bruttoanfordringstilgodehavender i udlandet i kassebeholdningen, giver aftalens udformning mulighed for at stoppe den ene – og siden liberaliseringen af valuta-bestemmelserne i foråret 1960 den vigtigste – af de to lækager, der har gjort den hjemlige kreditudvidelse vanskelig at kontrollere: bankernes kortfristede låntagning. Den anden lækage, Nationalbankens egne udlån, har man længe veget tilbage for at stoppe, men et vigtigt skridt hertil blev taget med strafrentebestemmelsen i august 1964.

Det lader sig naturligvis ikke afgøre, om bankernes udenlandske låntagning under alle omstændigheder var ved at nå et maximum. Forholdene på Euro-dollar markedet og på pengemarkederne i de vigtigste vesteuropæiske lande har efterhånden nået en betydelig grad af stabilitet. Når man ser, hvad private banker i

1. En sådan udformning er samtidig mere smidig, derved at den tager hensyn til forskelle mellem bankerne i udgangssituationen; banker, der ligger med særlig lille kasse bliver ikke straffet på samme måde som ved indførelse af et system med gennemsnitlige kvoter. Udenlandske erfaringer viser, at man ofte må lave komplicerede overgangsordninger eller diskriminere mellem forskellige grupper af banker efter størrelse eller geografisk beliggenhed ved indførelse af gennemsnitlige kvoter.

enkelte lande, især Italien, har kunnet låne i perioder med indenlandsk kreditstramning, forekommer det ikke sandsynligt, at de danske lånemuligheder skulle være ganske udtømt for øjeblikket, men dette kan ikke med nogen sikkerhed vurderes uden indgående kendskab til markedet. Det er imidlertid tydeligt, at der gennem de seneste måneder er sket en stramning på Euro-dollar markedet som følge af USA's forsøg på at afdæmpe de amerikanske bankers långivning til udlandet. Stramningen har givet sig udtryk både i højere rentesatser og i større vanskeligheder ved overhovedet at få lån, især af længere varighed. I det omfang bankernes udenlandske nettostilling fremover forbedres, vil det således næppe være muligt at fordele ansvaret (eller æren) på hhv. aftalen og stramningen på Euro-dollar markedet.

Et andet spørgsmål er så, om det vil være muligt for nogle af bankernes store kunder selv eller ved hjælp af en garanti fra den danske bank at optage lån direkte i udlandet. Udenlandske banker vil næppe være uinteresserede i den mulighed for at etablere direkte kontakter i Danmark, som herved frembyder sig. Sådanne låneaftaler vil utvivlsomt kunne bringes i stand i en række tilfælde, men højere omkostninger, besvær for låntageren og ringere indtjening for banken må vel lægge en dæmper på interessen for begge parter.

Aftalen med sparekasserne. Medens sparekasserne nok har været omfattet af de henstillinger om tilbageholdenhed med udlånene, som Nationalbanken fra tid til anden i 1950'erne og i de seneste år har rettet, er det første gang siden 1940'ernes ekstraordinære deponeringsregler, at sparekasserne så direkte er blevet inddraget i pengepolitikken. Som nævnt ovenfor er der dog på et par punkter forskelle mellem de to aftaler. Om disse går videre end hensynet til den bestående, noget uklare, arbejdsdeling mellem de to grupper af institutioner tilsiger, lader sig næppe afveje objektivt. Et overraskende træk er det, at sparekasserne har fået mulighed for at vælge et basistidspunkt (ult. marts 1965), der ligger efter aftalens indgåelse. Det fremgår imidlertid af månedsbalancerne ult. marts, at sparekasserne ikke herved har søgt at bringe sig i en bedre position ved opfyldelsen af aftalen¹.

Den væsentligere forskel ligger i, at sparekasserne kan opfylde op til halvdelen af deres deponeringspligt ved erhvervelse af en særlig gruppe indtægtsgivende aktiver. Sparekasserne stilles således rentabilitetsmæssigt bedre end bankerne. Udformningen tager hensyn til de lavere kasse- og likviditetskrav, som sparekassernes praksis og -lovgivning stiller. Men samtidig henledes opmærksomheden på aftalernes indflydelse på kreditkanaliseringen, der, selv om den ikke nævnes explicit, må have spillet en rolle ved Nationalbankens initiativ, jfr. nedenfor. Bestemmelsen viser i alt fald, at man ikke har ønsket at svække sparekassernes betydning som efterspørgere af tredieprioritetsobligationer. Det skal i øvrigt tilføjes, at sparekasserne igennem regnskabsårene 1962/63 og 1963/64 – tal for regnskabsåret 1964/65 foreligger endnu ikke – forøgede deres beholdninger (pålydende værdi) af »andre børsnoterede obligationer«, der i det væsentlige består af tredieprioritetsobligationer, med 45, hhv. 63 mill. kr.; for begge de to år svarer dette næsten til 10 pct. af stigningen i sparernes tilgodehavende, således at denne del af deponeringsforpligtelsen ikke vil bryde markant med sparekassernes placeringsvaner.

1. Der er en vis yderligere uklarhed i aftalens udformning her, idet det ikke fastslås, om der tænkes på en brutto- eller en nettoforøgelse af tredieprioritetslånene til nyt boligbyggeri. Det sidste ville være den naturlige fortolkning, men da afdragene på disse langfristede lån må være af ret beskeden størrelsesorden, kan anvendelse af bruttoprincippet næppe svække aftalens effektivitet.

Rammerne for Nationalbankens markedsoperationer. En betragtning af aftalernes ordlyd giver i sig selv et utilstrækkeligt grundlag for en vurdering af aftalernes sandsynlige virkninger. Afgørende for disse vil det nemlig være, hvad Nationalbanken iøvrigt foretager sig sammenholdt med hvad den ville have gjort uden aftalerne. Herom indeholder aftalerne og de ledsagende pressemeddelelser intet andet end den generelle udtalelse, at der nu tilstræbes »en efter den økonomiske udvikling afstemt stigning i udlånene«. Dette må opfattes således, at Nationalbanken vil tilstræbe en sådan udvikling i pengeforsyningen og dermed i de private bankers indlån, at 80 pct. af stigningen i disse – den i begyndelsen gældende sats – netop vil give baggrund for den stigning i efterspørgslen efter banklån, som stabil økonomisk vækst gennem den betragtede periode giver anledning til.

Nationalbankdirektør Hoffmeyer har imidlertid efter indgåelsen af aftalerne¹ noget klarere tilkendegivet Nationalbankens hensigt på kort sigt med sit initiativ. Det hedder således heri:

»Det må forekomme umiddelbart indlysende, at der ikke er nogen grund til at gøre bankernes nettokassebeholdning endnu lavere ved hjælp af kasseoverskuddet. Dette har bankerne klart tilkendegivet over for Nationalbanken.

Der er imidlertid flere andre faktorer, der øver indflydelse på bankernes kasse, herunder navnlig valutaudviklingen.

Man må derfor konkludere, at man ikke uden videre kan sige, om der skal købes obligationer for en større eller mindre del af kasseoverskuddet. Her må der anlægges en samlet pengepolitisk vurdering; men det må være klart, at det ikke skulle være nødvendigt at gennemføre en yderligere forringelse af bankernes likviditet«.

Det er unægtelig en omfattende opgave, Nationalbanken her påtager sig. Det statslige kasseoverskud er for finansåret 1965/66 anslået til 1.200 mill. kr. Underkuddet på vare- og tjenestebalancen vil i samme periode formentlig blive mindst 1.000 mill. kr., som dog for langt størstedelens vedkommende kan ventes udlignet gennem privat kapitalimport. Det vides ikke for øjeblikket, om finansministeren vil udnytte sin bemyndigelse til at optage statslån i udlandet – Økonomisk Årsoversigt indeholdt ingen antydning herom – men selv om det skulle ske, og de hjemtagne lån genudlånes fx. til koncessionerede selskaber, kan nettovirkningen af betalingsbalancen og statsfinanserne meget vel blive en indskrænkning i pengeforsyningen af størrelseordenen 1 mia. kr. Da der næppe kan ske nogen overflytning af kasse til pengeinstitutterne fra det øvrige samfund – snarere tværtimod – må nationalbankdirektørens udtalelse tages som udtryk for en villighed til i aftalens første år at købe obligationer for op til 1 mia. kr. Det er væsentlig mere, end banken har købt selv under de seneste års mere aktive markedsoperationer. En vis del af denne virkning kan naturligvis tilvejebringes på anden måde end ved obligationskøb; en lempelse af bankernes lånevilkår i Nationalbanken kunne måske komme på tale.

Utvivlsomt ville Nationalbanken, også hvis aftalen ikke var blevet bragt i stand, i et vist omfang have købt obligationer for at afskærme bankernes kasser fra uønsket kraftige påvirkninger fra statsfinanserne. Men det ville givetvis ikke være blevet i samme omfang, som man nu har erklæret sig villig til. Man kunne nu for

1. I *Politikens* kronik for den 5. april 1965.

enkelheds skyld antage, at Nationalbanken vil øge sine nettokøb af obligationer med et beløb, der nogenlunde modsvarer bankernes deponeringspligtige beløb. Hvad vil da virkningen af aftalen *på kort sigt* have været?

Obligationsefterspørgslen vil være blevet øget hermed. (Det er rimeligt at antage, at bankerne i den nuværende situation næppe frivilligt vil øge deres fondsbeholdninger, hvad enten en aftale var gennemført eller ikke). Bankernes kasse reduceres med de deponeringspligtige beløb, men disse vender for størstedelens vedkommende tilbage, når obligationssælgerne indsætter provenuet i bankerne, og kan så danne grundlag for en udlånsudvidelse på 80 pct. heraf. Alt i alt er det usikkert, om der under de angivne forudsætninger overhovedet bliver lagt en dæmper på udlånsudvidelsen¹.

Det er en ret vilkårlig antagelse, at Nationalbanken netop skulle øge sine obligationskøb svarende til de deponeringspligtige beløb. Det er formentlig et ret sandsynligt forløb i 1965, at banken nu vil være villig til at øge sine køb med mere end dette. I så fald vil en dæmpende virkning på udlånene forsvinde helt og blive afløst af en ekspansiv. Omvendt vil de kontraktive tendenser styrkes, hvis banken øger sine indkøb mindre end svarende til deponeringerne.

De to situationer – med og uden aftale – er imidlertid af indlysende grunde vanskelige at sammenligne. Bankerne har ved at gå ind på aftalen opnået at kunne trække vejret friere i den nærmeste fremtid, efter at Nationalbanken har tilkendegivet ikke at ville reducere deres kasse. Deres samarbejdsvillighed har fritaget dem for en del ubehageligheder i form af skærpet kreditrationering fra Nationalbankens side, selv om strafrenteordningen forsat vil genere enkelte banker. For nogle banker, vel især hovedbankerne, kan aftalen blive følt som en midlertidig lettelse af den skarpe konkurrence, der har præget bankverdenen i de senere år. Man kan lettere sige nej til kunder, når man kan regne med, at konkurrenterne næppe heller tør imødekomme ansøgningerne.

Alt i alt kan formålet med aftalerne fra Nationalbankens side næppe have været

1. Hvordan udviklingen bliver, afhænger foruden af den marginale kassekvote af, hvorledes publikum ønsker at modificere sammensætningen af deres likvide beholdninger, når pengeforsyningen ændres. I de senere år synes man at kunne iagttage, at 30-35 pct. af variationerne i publikums kasse slår igennem i dets beholdning af sedler, mønt og postgiroindskud. Hvis dette holder stik, skulle 65-70 pct. af obligationssælgerens provenue vende tilbage til bankerne som indlån og kasse for disse. For enkelheds skyld skal der ses bort fra, hvad bankerne måtte ønske at holde i marginal kassekvote ud over de deponeringspligtige beløb. Ved indsættelse i det almindelige udtryk for kreditmultiplikatoren, d.v.s. den forøgelse i borgernes likvide aktiver, som muliggøres af en ændring i den primære pengeforsyning på 1 enhed,

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

hvor c betegner borgernes marginale tilbøjelighed til at anbringe likvide aktiver uden for bankerne og r bankernes marginale kassekvote, fås i situationen uden aftale ($c = \frac{1}{3}$, $r = 0$) en marginal kreditmultiplikator på 3, og efter aftalen ($c = \frac{1}{3}$, $r = \frac{1}{5}$) godt 2. Hvis udviklingen i den primære pengeforsyning var den samme i de to situationer, ville den mulige udvidelse af indlån og udlån ved aftalen være begrænset med $\frac{1}{3}$. Men den primære pengeforsyning (inclusive de deponeringspligtige beløb) antages som nævnt at vokse hurtigere i situationen med aftalen, hvorved den dæmpende virkning af faldet i kreditmultiplikatoren helt eller delvis neutraliseres.

at øge bankernes afhængighed på kort sigt, thi dette afhængighedsforhold ville under alle omstændigheder være blevet særdeles føleligt i 1965. Aftalen er derimod egnet til på kort sigt at give dette afhængighedsforhold en mindre individualistisk og mere smidig form *samt til at gøre det mere permanent*. Det er jo kun for i år, at Nationalbanken har tilkendegivet sine intentioner m.h.t. pengeforsyningen, selv om man må vente at banken fremover vil vise sig mere villig end den ellers ville have været til at afskærme bankernes kasser fra virkningerne af et stort statsligt kasseoverskud. Isoleret betragtet betyder indførelsen af de frivillige kassekvoter, at bankerne fremover på basis af en given forøgelse i pengemængden ikke kan øge udlånene så meget som hidtil. Medens bankerne i de senere år stort set har ladet udlånene vokse med samme beløb som indlånene, vil man nu være henvist til at holde væksten inden for 80 pct. af indlånstigningen. Af særlig betydning er det, at aftalen afskærer bankerne fra at basere en kreditudvidelse på udenlandsk låntagning.

Det kan næppe være Nationalbankens mening, at den igennem hele aftaleperioden blot skal neutralisere denne stabilisering af kreditmultiplikatoren gennem en hurtigere vækst i pengeforsyningen som følge af større obligationskøb. Hvad den foretager sig fremover må naturligvis afhænge af den almindelige økonomiske situation og af den anvendelse, som man vil gøre af finanspolitikken. Den indbyggede stabilisator, som aftalerne er på det pengepolitiske område, vil gøre det lettere for Nationalbanken at føre en mindre kontraktiv pengepolitik, end det har været nødvendigt i de senere år. I 1965 vil aftalerne og Nationalbankens øgede obligationskøb under eet bidrage til at lette presset på obligationsmarkedet og dermed til at bremse yderligere rentestigninger. Efter alt at dømme vil denne virkning også gøre sig gældende i de kommende år, hvis finanspolitikken får tildelt den afgørende stabiliseringsopgave. Den mere aktive støtte til obligationsmarkedet skulle kunne gennemføres, uden at lånene til andre investeringsopgaver begrænses tilsvarende, om overhovedet. Den pengepolitiske nyorientering, som Nationalbankens initiativ indvarsler, skulle således være velegnet til at lette opnåelsen af det længe erklærede mål om en ændret arbejdsdeling mellem penge- og finanspolitikken.

*Niels Thygesen**

MÆNGDEINDEKS FOR INDUSTRIEN

Gennem de senere år har der været ført en livlig debat omkring mulighederne for at udarbejde tilfredsstillende mængdeindeks for industrien. Problemerne er i vidt omfang de samme som ved deflatering af nationalregnskabets produktionskonto, idet målsætningen i begge tilfælde er at udtrykke nationalproduktet i faste priser, og diskussionen på de to områder har da også i flere henseender ført til gensidige impulser¹.

I det følgende skal til belysning af indeksberegningens begrebsapparat først gennemgås en beregning af værditilvækst i faste priser for en dansk industri, for hvilken man stort set råder over de nødvendige oplysninger. Derefter drøftes,

* Lektor ved Københavns Universitet, cand.polit.

1. De teoretiske problemer i forbindelse med opgørelsen af nationalproduktet i faste priser er især behandlet af Kjeld Bjerke, Leo Meyer og P. Nørregaard Rasmussen [3], R. Courbis [7], R. Stone [11], R. C. Geary [5] og G. Stuvell [12], medens en lang række af produktionsindeksberegningens problemer er behandlet af ECE's Working Group on Industrial Statistics [6].