

VORE KAOTISKE KREDITFORHOLD

Af JØRGEN PEDERSEN*

Lad os tage vort udgangspunkt i den rentestruktur, vi har her i landet, og som vi har haft siden begyndelsen af 1965. Det er let at få et overblik over den gennem den afbildning af de vigtigste officielle rentesatser (eller afkastning af vigtige obligationstyper) over en ti-årig periode, som findes i Nationalbankens publikation: Monetary Review, og som gengives nedenfor fig. 1.

Betragter vi denne figur over den seneste ti-årsperiode, får vi følgende billede af strukturen: Nationalbankens officielle diskonto og forretningsbankernes højeste udlånsratser forløber fuldstændig parallelt med en forskel på 2 procent points. Indtil midten af 1964 ligger, nogenlunde midt imellem som et bredt bælte, afkastningen af børsnoterede obligationer repræsenteret ved 7 forskellige typer m.h.t. nominel rente, løbetid og det udstedende institut, herunder staten.

Fra midten af 1964 ændrer dette billede sig fundamentalt: Der sker dette, at obligationsafkastningen, som jeg fra nu af vil kalde obligationsrenten fra begyndelsen af 1964 stiger med en hidtil uhørt hastighed. I maj skærer den øverste rand af bæltet for obligationsrenten bankernes udlånsrat; hastigt derpå skærer renten af mere gængse obligationstyper. I juni forhøjes diskontoen og bankernes udlånsrat med 1 procent; men da obligationsrenten fortsætter stigningen med næsten uforandret hast, skærer et par obligationstyper atter bankernes udlånsrat inden årets udgang. Diskontoen og bankernes udlånsrat (herefter kaldet bankrenten) holdes konstant resten af perioden, og fra april 1965 ligger praktisk talt hele bæltet over bankrenten. Et enkelt papir, en $5\frac{1}{2}$ procent 3. prioritet med et løbetid på 45 år, kommer til at ligge næsten 2 procent over bankrenten, nemlig på en $10\frac{1}{4}$ - $10\frac{1}{2}$, mens bankrenten holder sig uforandret på $8\frac{1}{2}$. De mere typiske obligationer bevæger sig på 9 - $9\frac{1}{2}$ procent niveauet.

Det mest iøjnefaldende træk ved hele billedet er så ubetinget den voldsomme strukturændring, der begynder at optræde i 1964. Den foregående

* Professor, æresmedlem af Nationaløkonomisk Forening. Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 24. oktober 1967.

VORE KAOTISKE KREDITFORHOLD

Af JØRGEN PEDERSEN*

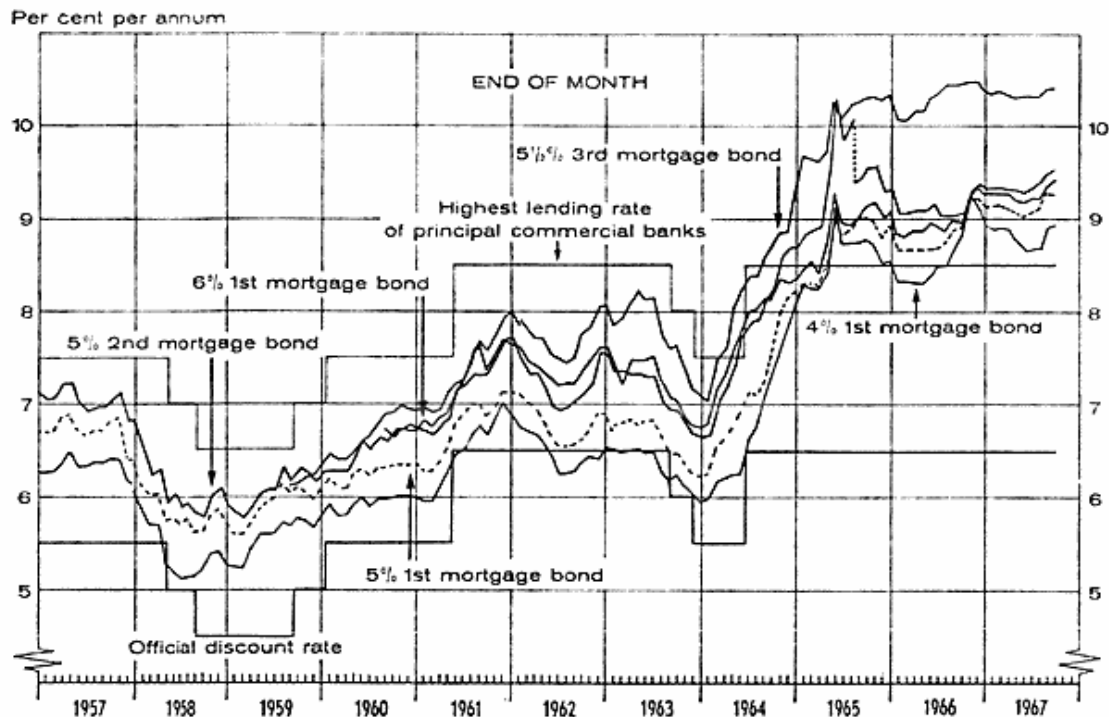
Lad os tage vort udgangspunkt i den rentestruktur, vi har her i landet, og som vi har haft siden begyndelsen af 1965. Det er let at få et overblik over den gennem den afbildning af de vigtigste officielle rentesatser (eller afkastning af vigtige obligationstyper) over en ti-årig periode, som findes i Nationalbankens publikation: Monetary Review, og som gengives nedenfor fig. 1.

Betragter vi denne figur over den seneste ti-årsperiode, får vi følgende billede af strukturen: Nationalbankens officielle diskonto og forretningsbankernes højeste udlånsratser forløber fuldstændig parallelt med en forskel på 2 procent points. Indtil midten af 1964 ligger, nogenlunde midt imellem som et bredt bælte, afkastningen af børsnoterede obligationer repræsenteret ved 7 forskellige typer m.h.t. nominel rente, løbetid og det udstedende institut, herunder staten.

Fra midten af 1964 ændrer dette billede sig fundamentalt: Der sker dette, at obligationsafkastningen, som jeg fra nu af vil kalde obligationsrenten fra begyndelsen af 1964 stiger med en hidtil uhørt hastighed. I maj skærer den øverste rand af bæltet for obligationsrenten bankernes udlånsrat; hastigt derpå skærer renten af mere gængse obligationstyper. I juni forhøjes diskontoen og bankernes udlånsrat med 1 procent; men da obligationsrenten fortsætter stigningen med næsten uforandret hast, skærer et par obligationstyper atter bankernes udlånsrat inden årets udgang. Diskontoen og bankernes udlånsrat (herefter kaldet bankrenten) holdes konstant resten af perioden, og fra april 1965 ligger praktisk talt hele bæltet over bankrenten. Et enkelt papir, en $5\frac{1}{2}$ procent 3. prioritet med et løbetid på 45 år, kommer til at ligge næsten 2 procent over bankrenten, nemlig på en $10\frac{1}{4}$ - $10\frac{1}{2}$, mens bankrenten holder sig uforandret på $8\frac{1}{2}$. De mere typiske obligationer bevæger sig på 9 - $9\frac{1}{2}$ procent niveauet.

Det mest iøjnefaldende træk ved hele billedet er så ubetinget den voldsomme strukturændring, der begynder at optræde i 1964. Den foregående

* Professor, æresmedlem af Nationaløkonomisk Forening. Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 24. oktober 1967.



Figur. 1.

Kilde: Reproduceret på grundlag af *Monetary Review*. Udg. af Danmarks Nationalbank, august 1967, side 27.

struktur lader sig måske nogenlunde forklare ved markedsmekanismen. Indtil 1962 optræder Nationalbanken meget lidt på obligationsmarkedet. Det vil sige, at bankernes nettotilgodehavende i Nationalbanken eller deres likviditet alt overvejende bestemmes af svingningerne i valutabalancen plus statens kasseposition. Denne likviditet bliver derefter udslagsgivende for kursniveauet for obligationer, både derved at bankerne ændrer deres beholdninger og derigennem påvirker markedet og derved, at publikum spekulerer i markedets tendens.

Indtil 1957 har obligationsrenten en jævnt stigende tendens, men i 1958 stiger bankernes likviditet voldsomt; de øger deres obligationskøb kraftigt, Nationalbanken køber også en smule, en klar stigende tendens i kurserne opstår. Og publikum, der formentlig har haft svært ved at fæste lid til det lave kursniveaus varighed, har vel også forøget deres køb for at få gavn af den forventede kursstigning. Vi ved jo, at renteniveauet faktisk faldt til 6 procent, hvor det forblev et års tid, og det har nok af mange været anset for noget i retning af det normale.

Men bankernes likviditet faldt hastigt i de følgende år, og vi får atter en vedholdende og temmelig stærk stigning i obligationsrenten indtil 1962. Derefter griber Nationalbanken ind i markedet med opkøb, formentlig for at neutralisere likviditetsvirkningen af statens stigende kasseoverskud.

Det kunne være interessant at vide, hvorfor vi skulle have det hastige, men kortvarige, rentefald i efteråret 1963 – for det kan vel ikke have været for at forhøje statens provenu af formueskatten. Men det, som i første række interesserer mig lige nu, er ikke at forklare renteutviklingen, men derimod strukturen. Jeg mener, man kan sige herom, at indtil omkring nytår 1965 er det således, at de markeds kræfter, som jeg lige har beskrevet, bestemmer obligationsrenten. Dette var en ægte markedspris, idet enhver, der kunne stille sikkerhed efter de gældende regler herom (som ganske vist indtil 1958 var temmelig stramme) kunne låne så meget, han ville. Der var altså indtil dette tidspunkt ikke gjort noget brud på det princip, som lige fra kreditforeningsloven af 1850 har været gældende her i landet, at det så at sige var en menneskeret at kunne optage et kreditforeningslån til den på markedet gældende rente. Nationalbankens diskonto (og de deraf afhængige satser) tilpassede sig med et vist »time-lag« det niveau, der på denne måde dannedes på børsen, og som vi har set, fastsattes dermed også bankernes udlånsatser.

Ingen af disse officielle rentesatser var udtryk for et frit marked. At Nationalbankens diskonto i 1959 var 4½ procent, betød ikke, at bankerne mod fuldgyldig sikkerhed kunne låne så meget, de ville til denne sats, eller at deres kunder kunne låne så meget, de ville til 6½ procent, således at Nationalbanken ad denne vej søgte at påvirke obligationsrenten (der jo er den egentlige investeringsrente).

Dette var derimod mekanikken før 1914. Den gang handlede Nationalbanken ikke med obligationer. Dens opgave var at opretholde kronens guldparitet. Det skete ved, at Nationalbanken ændrede sin diskonto, og denne diskonto var for så vidt en markedssats, som bankerne (og andre) kunne låne ad libitum til denne sats mod den foreskrevne sikkerhedsstillelse: Vekseldiskontering, lån på børspapirer o.s.fr.

Derfor var rentestrukturen også helt anderledes, end den som herskede indtil 1965. Diskontoen var udtryk for kapitalmarkedets øjeblikkelige stilling; den sats, hvortil man kunne låne på kort sigt, men kun på kort sigt. Den var føreren blandt rentesatserne. Med hensyn til de cykliske svingninger, da tog obligationsrenten sig ud som en udjævning af renten af kortfristede lån, og hvad angår de trendmæssige bevægelser, så som den lange prisfaldsperiode fra midten af 70'erne til midten af 90'erne, da kom omslaget først i diskontoen, og afstanden mellem denne og obligationsrenten voksede indtil det nye omslag, hvor det samme gentog sig: Diskontoen førte an, den skiftede position og kom til at ligge over obligationsrenten og ikke som før under.¹

1. Jfr. Jørgen Pedersen: »Forholdet mellem Renten af Laan med kort og med lang Løbetid i Perioden 1855-1913«, *Økonomi og Politik*, 1930.

Vi har set, at under den struktur, som kom til at gælde efter anden verdenskrig og indtil 1965, er hverken diskontoen eller de deraf afhængige rentesatser en markedspris. Men hvad er den da? Hvorfor er diskontoen altid væsentlig lavere end bankernes udlånsatser? Hvorfor ændres den? Jeg kan ikke forklare dette. Det behøvede ikke at få nogen som helst indflydelse på kreditgivningen, om den var nul og heller ikke, om den var meget høj; thi Nationalbankens udlån er under alle omstændigheder en så ubetydelig størrelse i sammenligning med bankernes udlån, og disse kan ikke låne i Nationalbanken ad libitum til de noterede satser.

Det må være bankernes udlånsatser, der har betydning for erhvervslivets dispositioner, og da disse alligevel er noteret af Nationalbanken, må man vel betragte diskontosatsen som et kodesprog, hvorved Nationalbanken meddeler bankerne, hvilke rentesatser de skal fastsætte. Diskontoen bliver samtidig en slags gebyr, bankerne må betale for at skaffe sig likvide midler i tilfælde af svingninger i forholdet mellem ind- og udbetalinger, f.eks. på grund af skatteterminerne.

Men hvad har nu været bestemmende for bankernes udlånsatser under og før 1965-strukturen? Ja, om nogen egentlig har tænkt synderligt derover, ved jeg ikke, men det var også under denne struktur således, at der altid ville være visse former for aktivitet, der ikke kunne finansieres via obligationsmarkedet. Det var under alle omstændigheder muligt at tage en rente af banklån, der lå væsentligt over obligationsrenten. I perioder, hvor obligationsrenten viser en stigende tendens, og hvor man ikke er blevet vant til at acceptere det øjeblikkelige renteniveau som normalt, vil der desuden være ringe interesse for lange lån, man vil finansiere så kort som muligt. En sådan periode har vi levet under det meste af efterkrigstiden. Det var derfor helt naturligt, at man fastsatte, i hvert fald overgrænsen for bankrenten, i en passende afstand over obligationsrenten. Man kan altså konstatere, at der i den struktur, vi har efter krigen indtil 1965, stadig er et vist markeds-mæssigt element: den ligner før-1914-strukturen deri, at bankernes udlånsatser tenderer at ligge over obligationsrenten i en periode med en stigende trend i obligationsrenten og, vi kan tilføje, i prisniveauet. Havde bankerne i denne periode holdt et lavere niveau for udlånsrenten, ville, i hvert fald bortset fra visse korte perioder, en meget strikte rationering have været nødvendig. Markedstilpasningen har naturligvis også kunnet foregå ved at ændre satserne inden for grænserne mellem minimum og maksimum.

Men hvad er det så, der fremkalder strukturændringen i 1964?

Praksis havde jo hidtil været, at en ændring i obligationsrenten altid med en forsinkelse på en måned eller to blev fulgt af en stigning i bankrenten, uden at det nogensinde kom dertil, at obligationsrentebæltets øvre rand overskred bankrenten. I 1964 var stigningen i obligationsrenten imidlertid så lavineagtig, at man kom for sent. Obligationsrentens himmelflugt begynd-

te i februar, og inden man i juni fik samlet sig sammen til at sætte bankrenten op til dens tidligere maksimum, $8\frac{1}{2}$ procent, havde obligationsrenten overskredet bankrenten; få måneder efter, at forhøjelsen i bankrenten var sket, overskred obligationsrenten atter bankrenten, og afstanden mellem de to havde hele året været væsentlig mindre end tidligere. Af en eller anden grund synes Nationalbanken ikke at have kunnet forestille sig en bankrente på mere end $8\frac{1}{2}$ procent, for der sker trods den fortsatte stigning i obligationsrenten ingen yderligere stigning siden juni 1964.

I februar 1965 kommer bankaftalen og senere på året obligationsrationeringen. Kapital- og pengemarkedet er totalt brudt sammen. En ny struktur, der på alle leder er ude af harmoni med markedsforholdene, er etableret.

Lad os prøve på at finde ud af, hvorfor dette afgørende brud med fortiden kom. Vi må vist helt tilbage til 1962. Både i 1961 og 1962 havde der været et efter tidligere forhold meget højt beskæftigelsesniveau, et underskud på vare- og tjenestebalancen, men en svag nedgang i valutastillingen. I 1962 steg betalingsbalanceunderskuddet imidlertid stærkt, og selv om valutastillingen forringedes med et langt mindre beløb, nemlig ca. 400 mill. kr. (mod ca. 1700 mill.) strammede man finanserne, og da Nationalbanken intet foretog sig, sank banklikviditeten hen imod årets slutning kraftigt, obligationsrenten reagerede med en stigning på henimod $\frac{1}{2}$ procent point.

Samtidig sker en vis konjunkturaftatning i udlandet, og da byggevirk-somheden stagnerer, får vi en nedgang i beskæftigelsen, arbejdsløsheden stiger fra 3 procent i 1962 til noget i retning af 4,2 procent i gennemsnit for 1963, men der er meget, der tyder på, at det navnlig var i årets første måneder, at arbejdsløsheden var foruroligende. På grund af en voldsom bedring af vare- og tjenestebalancen plus en meget stor kapitalimport får vi i 1963 en forbedring i valutastillingen på over 2 mrd. kr.

Skønt i nogen grad modvirket gennem statens kasseoverskud førte det dog – under en relativ passivitet fra Nationalbankens side – til et voldsomt fald, ca. $\frac{3}{4}$ procent point, i obligationsrenten i årets sidste halvdel. Det satte uhyre fart i boligbyggeriet – vi får en stigning i antal fuldførte lejligheder på 5500 fra 1963 til 1964 – og da konjunktoren i udlandet samtidig vender opad, ja, så får vi alle tiders højkonjunktur. Arbejdsløsheden falder til et aldrig før set lavmål, 0,6 procent i sommermånederne.

Under disse omstændigheder kunne der nok være grund til at søge en vis neddæmpning af aktiviteten, men spørgsmålet er, om en så voldsom stigning i renteniveauet var et egnet middel hertil. For det første kunne rentens højde kun være *svagt* effektiv over for boligbyggeriet, dels på grund af de særlige regler for beregning af lejen i egen bolig ved skatteansættelse, dels fordi det øvrige boligbyggeri subsidieredes gennem kvadratmetertilskud, og endelig, fordi det jo var en politisk målsætning, at byggekapa-citeten skulle være den egentlige grænse for byggeriets omfang.

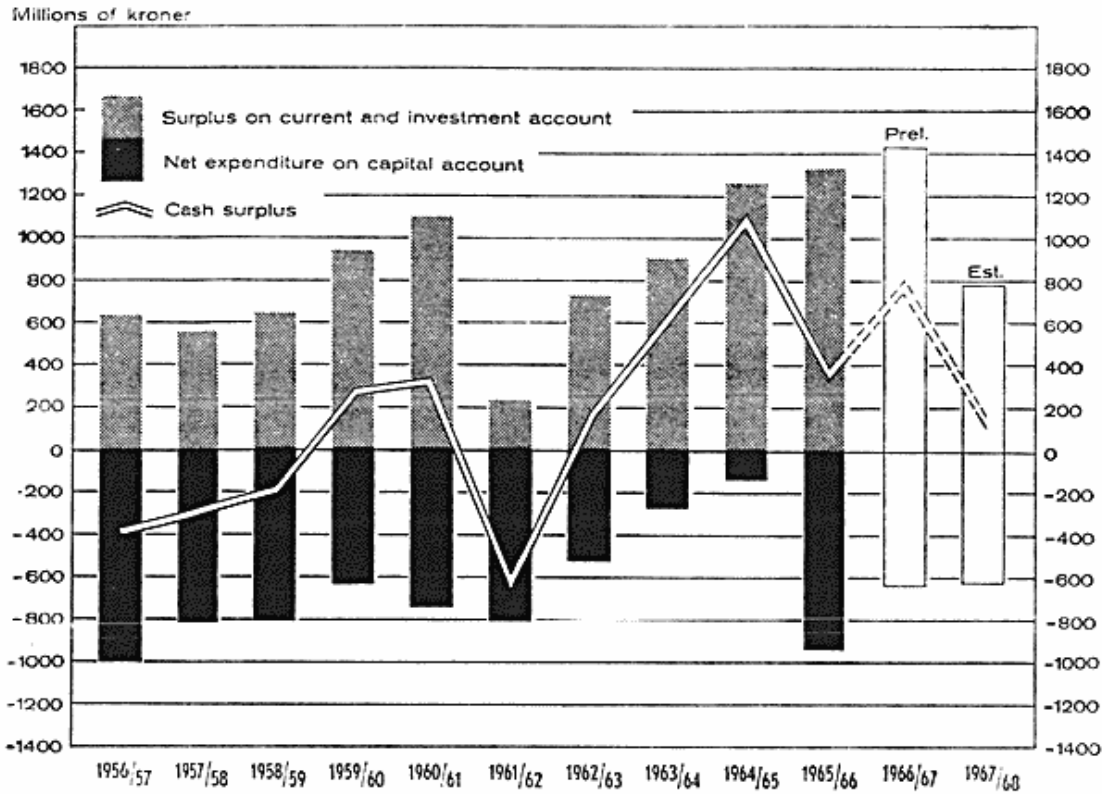


Fig. 2.

Kilde: Reproduceret på grundlag af *Monetary Review*. Udg. af Danmarks Nationalbank, august 1967, side 11.

Hertil kom, at staten i dette og det foregående år optog lån i udlandet til et beløb af 1 mrd. kr. til en langt lavere rente samtidig med, at der netto tilførtes landet $\frac{1}{2}$ mrd. kr. i direkte investeringer, og bankerne og private firmaer optog lån i udlandet på yderligere 600 mill. kr. netto. Det ville da være ret tilfældigt, hvilke dele af erhvervslivet, der blev ramt af en kreditindskrænkning, og det måtte være ret tvivlsomt, om det netop var disse enklaver, man burde diskriminere imod.

Endvidere var der et stærkt stigende overskud på statsbudgettet, der i 1964/65 udgjorde 1100 mill. kr., jfr. fig. 2, og man kunne vel gå ud fra, at dette i sig selv ville øve en stærkt dæmpende indflydelse på aktiviteten gennem indkomstvirkningen, således at man allerede af denne grund kunne vente, at spændingen på arbejdsmarkedet ville ophøre eller afsvækkes.

Det måtte synes mere rimeligt, om Nationalbanken ved opkøb af obligationer havde neutraliseret kasseoverskuddets likviditetsvirkninger i stedet for, som tilfældet var, kun at købe tilstrækkeligt til at neutralisere den forøgelse af seddelmængden, som stigningen i nationalproduktet nødvendig gjorde. Med andre ord: Nationalbanken burde vel have ladet renten stige til det niveau, den havde forud for det mærkelige rentefald i 1963. Man må jo huske, at når de internationale forhold temmelig frit tillader kapitalbevægelse

ser over landegrænserne, er der ret snævre grænser for de renteafvigelser, der kan være mellem landene. Og hvis man ønskede at holde denne låntagning i ave, måtte vejen være at holde den indenlandske rente – og adgangen til at låne til denne rente – nede på et niveau, der ikke gjorde låntagning i udlandet tillokkende.

Men hvis man nu ville have, at kreditpolitikken skulle spille en rolle ved regulering af aktiviteten, så bliver spørgsmålet, hvilken slags kreditpolitik? Indtil 1964 har man stort set anvendt renteændringer. Det er ganske vist ubestrideligt, at Nationalbanken flere gange har tvunget bankerne til rationering af kreditten, men det har dog hele tiden været muligt inden for kredit- og hypotekforeningernes lånegrænser at skaffe sig kapital ved udstedelse af obligationer, og fra 1959, efter de nye kreditinstitutioners oprettelse, har det ad denne vej været muligt at udmønte pantesikkerheden i lige så høj grad som nogensinde tidligere. Den rente, som dannedes på dette fri marked, har også, som vi har set, været normgivende for bankernes udlånsrente.

Ved renteaftalen anlagde man imidlertid et helt andet princip. Det hedder herom i Nationalbankens beretning for 1965:

»Krediteksponeringen må underkastes en vis kontrol med det formål at opnå en efter den økonomiske udvikling afstemt stigningstakt«.

Det er ikke klart, hvad der i denne sammenhæng menes med udtrykket den økonomiske udvikling? Lad os gætte på, at der tænkes på en udvikling, som giver mulighed for nogenlunde fuld beskæftigelse. Den kredit, som kræves for, at denne udvikling kan finde sted, beror på lønniveauet og betalings-sædvanerne. Disse sidste er væsentligst et teknisk anliggende og kan i denne forbindelse betragtes som konstante. Med et vist lønniveau og en vis beskæftigelse, der jo bestemmes af udbudet på arbejdsmarkedet, kræves en vis finansiering. Hvis der skal være mening i den nævnte sætning, så må tankegangen altså være, at kreditgivningens omfang over indflydelse på lønniveau eller beskæftigelse eller begge dele.

Nu er det jo givet, at lønniveauet ikke direkte bestemmes af kreditgivningens omfang, men den kan få en indflydelse derved, at en overefterspørgsel efter ressourcer vil føre til lønstigning, og da ingen forøget efterspørgsel kan gøres gældende uden kreditudvidelse, vil en kreditnægtelse kunne hindre overefterspørgsel. Det modsatte tilfælde, en underefterspørgsel efter arbejdskraft er ikke symmetrisk dermed, da man jo ikke kan påtvinge folk kredit eller tvinge dem til at efterspørge arbejdskraft. Vi må altså indrømme, at for så vidt som bankerne virkelig behersker kreditgivingen, indtager de en strategisk stilling, idet de kan nægte at finansiere en overefterspørgsel efter arbejdskraft.

Det er vel dette, der er meningen med den citerede sætning, nemlig at bankerne skal holde deres kreditgivning inden for en sådan ramme, at der

ikke opstår overefterspørgsel efter arbejdskraft, og begrundelsen for at Nationalbanken greb ind var, at bankerne i 1964, efter Nationalbankens mening havde overskredet denne grænse.

Programmet blev søgt gennemført på den måde, at det blev pålagt bankerne at deponere 20 procent af deres indlånsstigning i forhold til basisperioden, nemlig udgangen af december 1964 eller januar 1965 samt 100 procent af forøgelsen af udenlandske kreditter, hvorved man mente at have stoppet denne kilde til kreditudvidelse.

Forudsætningen for, at et sådant program kan realiseres, er naturligvis, at bankerne har monopol på kreditgivningen eller dog en bestemt andel deraf. Dette er som bekendt ikke tilfældet. Det mest nærliggende alternativ er naturligvis lån gennem de obligationsudstedende institutter, som kunne benyttes af enhver, der var i besiddelse af uudnyttet pantesikkerhed; en anden mulighed er udstedelse af pantebreve til private, eller andre former for privat låntagning. De sidste to former er naturligvis forbundet med store ulemper, inden de kan udnyttes fuldt ud.¹

1. At der på kort sigt er en betydelig substitutionsmulighed ses af nedenstående tal:

Halvår	Samlede udlån ultimo i banker og sparekasser		Nettoindgang af obligationer (børsnoterede) excl. statsobligationer (kursværdi)		Effektiv rente 5 % ca. 60 år (ultimo)
	mill. kr.	Link relatives	mill. kr.	Link relatives	
1962 I	13.992		988		6,54
62 II	20.177	106	1.345	136	6,91
1963 I	21.224	105	1.314	98	6,82
63 II	21.816	103	1.785	136	6,22
1964 I	23.722	109	1.615	74	7,13
64 II	25.016	105	1.872	116	8,23
1965 I	26.734	107	2.050	110	8,81
65 II	27.399	102	2.774	135	8,90
1966 I	29.489	108	1.763	64	8,65
66 II	31.461	107	2.436	138	9,12
1967 I	33.716	107	1.843	76	9,05

Når rentefoden er for nedadgående, som 1963 II, konverteres byggekreditter til obligationsgæld, mens man under stærkt stigende rente, som 1964 I, søger at udsætte salget af obligationer mest muligt, hvorfor bankgælden stiger stærkt. I 1964 II er renten stadig opadgående, men bankernes likviditet kræver de udstedte byggekreditter indfriet, og vi får en stærk stigning i obligationssalget. I 65 I efter bankaftalen mener man, at rentestigningen har kulmineret og presser bankerne til at udskyde indfrielsen, men da bankerne kræver lånene nedbragt, kastes store mængder af deponerede lånetilsagn ud på markedet, samtidig går tilvæksten i bankers og sparekassernes udlån ned, dels som følge deraf, dels i forbindelse med en vis almindelig konjunkturafmatning. I den følgende periode virker obligationsrationeringen, men da beskæftigelsen med byggevirk-somheden som ledende sektor er stigende indtil midt i 1967, ser det ud til, at en væsentlig del af byggevirk-somheden trods bankaftalen på en eller anden måde er blevet finansieret via banker og sparekasser.

Ifølge Nationalbankens beretning for 1965 var bankens direktion, allerede da den traf bankaftalen, klar over dette forhold: den blev i hvert fald stærkt mindet om det, da udbudet af obligationer på børsen trods det ekstremt lave kursniveau steg og et yderligere kursfald, trods opkøb fra Nationalbankens side, fandt sted i maj.

Da var det, at Nationalbanken, med et lovforslag i lommen, henvendte sig til realkreditinstitutionerne med anmodning om en frivillig rationering af obligationsudstedelsen. Resultatet heraf blev en rationering, differentieret efter de forskellige anvendelser. Boligbyggeriet var – og er – stadig fredet i klasse A; dets ration sættes til 120 af basisperioden (1.4.1964–31.3.1965) beregnet på en opretholdelse af byggeriets omfang til stærkt stigende priser, landbruget skulle have 90 procent, svarende vel til ca. 80 under hensyn til prisstigning, og alt andet kunne kun tildeles 75 procent nominelt, svarende vel til ca. 68 reelt set.

Nu havde man altså – mente man vel – rationeret hele kreditmarkedet. For bankkreditens vedkommende var det en helt unuanceret »global« rationering: man overlod til bankerne selv at foretage rangforordningen mellem kreditansøgerne, for obligationsmarkedets vedkommende var der, som vi har set, en antydning af en klassificering fra myndighedernes side.

Samtidig besluttede Nationalbanken at bibeholde den udlånsrente, der gjaldt på rationeringstidspunktet. Det var altså meningen, at bankernes kunder skulle have kreditten til favørpris, hvilket selvfølgelig ville skaffe dem endnu flere kunder på halsen, hvorved bankernes valg mellem kreditansøgningerne ville blive sværere.

Hvis Nationalbanken havde søgt at bibeholde den hidtidige rentestruktur, der vel bundede i, at obligationsmarkedet var den ledende sektor, hvortil bankrenten måtte tilpasses, og altså havde sat bankrenten op med et procent point eller mere, ja, så ville rationeringsopgaven for bankerne have været betydeligt lettere.

Motiverne til, at man undlod at gøre dette, kender jeg ikke. Men noget tyder på, at man havde tænkt sig, at det høje renteniveau der gjaldt på markedet, var abnormt og ville falde. Eller måske er man gået over til den teori, at den lave rente for banklån som et godt eksempel skulle forplante sig til obligationsmarkedet. Eller at man har tænkt sig, at en kvantitativ indskrænkning af bankkreditten ville bremse aktiviteten og dermed udbudet af obligationer på markedet, således at man ad denne vej kunne nå frem til den tidligere rentestruktur.

Den motivering, man senere giver for obligationsrationeringen, er dog ikke let at bringe i overensstemmelse med en sådan betragtning. I Nationalbankens beretning hedder det nemlig herom:

»Det deraf (nemlig overflytningen fra bankerne til obligationsmarkedet J.P.) følgende forøgede udbud ville – hvis Nationalbanken ikke støttede markedet –

utvivlsomt bevirke et stærkt kursfald. Kurserne var imidlertid allerede så lave, og den effektive rente dermed så høj, at det måtte antages, at beslutningerne om ny investeringer blev påvirket deraf. Da en for stærk og pludselig nedgang i investeringerne ville være uheldig, var et yderligere stærkt kursfald ikke hensigtsmæssigt. En fortsættelse af kursnedgangen ville desuden varigt kunne svække tilliden til obligationskurserne som placeringsobjekt og dermed skade kapitalmarkedet på længere sigt.

Det er mig overordentligt svært at finde mening i disse betragtninger.

For det første kunne Nationalbanken jo ved opkøb have holdt kursniveauet på det niveau, den fandt passende. Dette måtte være så meget rimeligere, som det måtte antages, at den meget stærke udvidelse af bankkredit-ten i de sidste 3-4 måneder af året 1964 navnlig skyldtes, at folk under den stedfindende voldsomme stigning i obligationsrenten finansierede byggeriet over bankkredit, idet man lå med store usolgte poster af obligationer og urealiserede lånetilbud. Det var altså i stort omfang en konvertering af den ene slags allerede ydet kredit til en anden, således at der ikke var tale om en yderligere belastning af kreditmarkedet eller en forøgelse af efterspørgslen efter ressourcer. Det måtte da være i enhver henseende ubetænkeligt at optage denne obligationsmasse uden renteforhøjelse. Hvis man til og med havde den opfattelse, at man gennem en begrænsning af bankkredit og bremsningen af den udenlandske låntagning kunne neddæmpe aktiviteten, kunne der snarest være grund til gennem opkøb at sænke obligationsrenten noget.

For det andet var det jo netop – vil jeg tillade mig at antage – meningen med de mange uortodokse foranstaltninger, man havde truffet, at kreditpolitikken skulle medvirke til en neddæmpning af aktiviteten. Det kan være rigtigt, at denne ikke burde ske hverken for voldsomt eller for pludseligt, men at den overflytning af nyfinansiering fra bankkredit til obligationsmarkedet, som man med rette ventede, skulle blive så stærk, at den samlede finansiering til det gældende – ja, endog et væsentligt lavere – niveau for obligationsrenten skulle blive lige så stor som før rentestigningen i 1964, er dog temmelig urimelig.

Der var nemlig allerede sket en afslappelse af konjunktoren, mens alt dette skete. Det høje renteniveau omkring nytår 1965 var vel med de da gældende regler for subsidiering af boligbyggeriet og en meget restriktiv finanspolitik en tilstrækkelig stærk kontraktiv dosis til at fremkalde denne virkning.

Selv om man kunne akceptere Nationalbankens opfattelse, at det er kreditpolitikken opgave at sørge for, at totalefterspørgslen ikke overstiger udbudet af arbejdskraft til de gældende eller autonomt fastsatte lønsatser, og at dette ikke praktisk kan ske ved variationer i rentefoden, men må foregå gennem et nøje afpasset omfang af kreditgivning gennem en mere eller

mindre detaljeret rationering, – selv om man antager dette, hvad jeg ikke gør, så var der jo ikke på det pågældende tidspunkt nogen grund til indførelse af rationering – hverken af bankkredit eller af realkreditinstitutionernes obligationsudstedelse.

Hvad endelig angår bemærkningerne i det citerede stykke om tilliden, da er det jo en selvfølge, at de obligationer, der sælges på markedet, også bliver placeret på en eller anden måde, men det er rigtigt, at – alt andet lige – vil kursniveauet blive lavere, jo voldsommere kurserne svinger, og at man i samme omfang, som dette sker, vil overgå til andre former for finansiering. Dette mener jeg, ville være til skade for økonomien, fordi intet kreditmiddel så effektivt kan forløse initiativet, og fremme tilpasningen til ændrede ydre forhold, som den danske form for kreditydelse gennem udstedelse af kasseobligationer.

Men disse svingninger i obligationsrenten beror jo for en meget væsentlig del på Nationalbanken, der gennem salg og køb kan regulere kurserne efter behag. At ville regulere kursniveauet ved hjælp af rationering, er som at kaste barnet ud med badevandet; thi det nytter jo ikke noget at holde et relativt højt kursniveau, når en stor del af lånebegæret ikke kan tilfredsstilles til dette kursniveau. De pågældende må henvende sig til det uorganiserede marked, hvor personlige forhold gør sig gældende, hvor man ikke har sikkerhed for at opnå kredit, og hvor den under alle omstændigheder bliver dyrere. Det er i virkeligheden at genetablere primitive samfunds landsbyågerkarl i en mere storslået målestok.

Jeg har påstået, at der ikke i 1965, da rationeringen indførtes, var nogen grund til, at vi skulle have det uhyre høje renteniveau, som vi fik midt i året, da obligationsrationeringen indførtes. Men, vil man spørge, modbevises dette ikke deraf, at det ikke har været muligt at tilfredsstille efterspørgslen til det kursniveau på ca. 9 procent for første klasses langfristede obligationer, som Nationalbanken senere nogenlunde har opretholdt. Der er jo selv til dette lave kursniveau en lang kø af kreditsøgende, samtidig med at der på det sorte marked betales langt højere rentesatser, selv mod udmærket sikkerhed.

Jeg mener ikke, at dette argument beviser noget som helst. Thi det har jo lige siden krigens slutning været således, at staten, såfremt betalingsbalancen tillod det, neutraliserede virkningerne af enhver renteforhøjelse. Højere renteniveau betyder derfor større tilskud til boligbyggeri, skibsværfter samt til de erhverv, som skriger, når de føler smerten ved det høje renteniveau.

Den overefterspørgsel, som Nationalbanken føler sig kaldet til at fjerne, forbliver altså uændret. Før obligationsrationeringens tid gav det sig udslag i voldsomme stigninger i renten på det åbne marked, der dog af temmelig tilfældige årsager, således som vi så det i 1963, kan slå om i sin modsætning. Men da myndighederne som reaktion mod den forudgående exorbitante høje rente netop når at få truffet støtteforanstaltninger til dens neutralisering,

får vi altså en »escalation« i følgende trin: 1) stærkt efterspørgselspres, 2) voldsom rentestigning, 3) med en vis forsinkelse yderligere statstilskud til boligbyggeri, skibsværfter, offentlige og halvoffentlige institutioner, 4) rentefald under forsinkelsen, 5) virkningen af subsidierne indtræder, 6) renten på det åbne marked når ny rekordhøjde. Denne mekanik blev afbrudt med rationeringens indførelse i 1965. Nu vil en forøget efterspørgselsspænding ikke føre til højere rente på børsen, men til en længere obligationskø og formidabel skærpelse af lånebetingelserne på det uorganiserede marked; dette vil – som før med nogen forsinkelse – føre til nye subsidier. I mellemtiden er køen forkortet noget og renten på det uorganiserede marked faldet en del, men efterhånden som de forøgede subsidier bliver effektive, forlænges køerne atter og afstanden mellem den rente, der gælder på det officielle og det uorganiserede marked, stiger til ny rekordhøjde.

Forskellen sammenlignet med før-rationeringsperioden er altså, at eskalationen foregår gedulgt – man gør som strudsen – man stikker hovedet i busken og ser intet. Eller som manden, der så røgen slå ud af husets vinduer, og derefter gik hen og lukkede dem. Men eskalationen bliver ikke mindre hastig under disse nye forhold, for det frie kreditmarked er selvfølgelig blevet mindre elastisk, efter at man har sat børsen ud af spillet, således at den hele tilpasning skal foregå via det dog forholdsvis lille uorganiserede marked.

Vi må så vente og se, om Nationalbanken, når den erfarer, at det tidspunkt ikke indtræder, da efterspørgslen på det organiserede marked tilfredsstilles til den nugældende rentefod, beslutter sig til at sætte niveauet op. Man vil da få den struktur, at de spiralagtige svingninger med opadgående trend finder sted uden for børsen, mens den på børsen dannede rente bevæger sig som en opadstigende trappekurve.

Hermed kommer vi til spørgsmålet, om kreditpolitikens effektivitet som instrument i den økonomiske politik.

Dette spørgsmål burde være grundigt debatteret og undersøgt samt afgjort for længe siden; thi det er jo klart, at hvis man kommer til det resultat, at kreditpolitikken i hvert fald i vort samfund kun kan være en forstyrrende faktor, bør den selvfølgelig udrangeres, eller også bør man – hvis man tror, den er egnet som et sådant instrument – indrette sig således, at den virkelig bliver effektiv.

Jeg har ikke tid til her at gå i dybden med disse spørgsmål, det må være min opgave at trække problemerne frem i lyset og provokere andre til at foretage den fornødne dybtgående undersøgelse. Jeg må ved denne lejlighed nøjes med at nævne de konklusioner, jeg gennem mine årelange iagttagelser og studier er kommet til. De er følgende:

1. Der har ikke i efterkrigstiden været nogen fornuftig basis for at føre kreditpolitik her i landet (det samme gælder Sverige og Norge. Men

- . forskellen er, at disse lande så vidt mig bekendt heller ikke har gjort noget forsøg i den retning).
2. Indtil 1955 var al investering af betydning betinget af offentlig bevilling. Dette virkede på de fleste områder kun som en grænse opad, men da kreditpolitikken aldrig har været egnet til at trække investeringsvirksomheden ud af en depression undtagen via boligbyggeriet, og da dette har været reguleret opad og nedad gennem direkte statsforanstaltninger, var kreditpolitikken totalt sat ud af spillet.
3. Efter 1955 har boligbyggeriet vel fremdeles været fuldstændig behersket af staten – grænsen for byggevirksomhedens omfang har stort set kun været byggekapa­citetens størrelse. De forskelligartede kreditvilkår har været neutraliseret gennem subsidier i vekslende former, men altid så rigeligt, at de kun episodevis lagde nogen dæmper på byggeriet. Store dele af den øvrige investeringsvirksomhed har ligeledes været under statens kontrol, men der har dog været et væsentligt større spillerum for det private erhvervslivs investeringer. Her har kreditpolitikken kunnet virke, men dog således, at hvis en restriktiv kreditpolitik ramte politisk indflydelsesrige områder, blev der som regel truffet neutraliserende forholdsregler af den ene eller den anden art. Kreditpolitikken har altså virket i høj grad diskriminerende uden andet system end mangel på politisk indflydelse.
4. Kreditpolitik­kens klassiske rolle: Regulering af betalingsbalancen med henblik på opretholdelse af faste vekselkurser på visse ledende lande, har Nationalbanken heller ikke kunnet spille på samme måde som i guld­møntfondens og frihandelens dage. Som allerede beskrevet, skete reguleringen primært gennem diskontopolitikken. Den tjente primært til at tiltrække eller frastøde kortfristede udenlandske midler, sekundært øvede den indflydelse på obligationsmarkedet, hvor små rentedifferencer påvirkede boligbyggeriet og anden langfristet investering, hvorved de mere fundamentale skævheder i betalingsbalancen udlignedes. Indtil omkring 1960 var såvel kapitalbevæ­gelser som (i vidt omfang) varebevæ­gelser under myndighedernes direkte kontrol, og den økonomiske aktivitet reguleredes – og reguleres stadig – direkte eller gennem statssubsidier.
5. Efter 1960 er de kortfristede kapitalbevæ­gelser stort set blevet frigivet, og renteforskelle er derved blevet af betydning med det resultat, at det vel blev muligt at tiltrække kapital fra udlandet til udligning af betalingsbalancen, men samtidig blev renten og kreditpolitikken virkningsløse til påvirkning af aktiviteten, så meget mere som de offentlige myndigheder under renteforhøjelser i indlandet optog store langfristede lån i udlandet til en rente, der lå langt under den i indlandet gældende. Under disse omstændigheder blev det jo således, at jo mere Nationalbanken forhøjede renten for at neddæmpe den indenlandske efterspørg-

sel, desto større blev kapitalimporten. Dette i forbindelse med subsidiepolitikken bevirkede, at det indenlandske renteniveau kom helt ud af kontakt med den rentefod, hvortil den altovervejende del af finansieringen fandt sted.

6. Denne situation kan i nogen grad forklare Nationalbankens forholdsregler i begyndelsen af 1965. Ved deponeringsordningen ville man bringe den kortfristede kapitalimport under kontrol. Samtidig ville man direkte regulere bankernes kreditgivning efter behovet. Den første del af dette program kunne nok realiseres, men den sidste del var meningsløs, eftersom regeringen ved sine forskellige forholdsregler kontrollerede aktiviteten hvorved behovet for kredit måtte være givet.

Jeg mener altså, at vi kan konstatere, at kreditpolitikken ikke egner sig som instrument i den økonomiske politik. Dermed være ikke sagt, at kreditpolitikken ikke har øvet nogen indflydelse på økonomien og på de sociale forhold. Det har den utvivlsomt, men det er en forstyrrende indflydelse. Vi lever i et samfund, hvor den økonomiske aktivitet styres enten ved direkte statsregulering eller gennem generelle finanspolitiske foranstaltninger. De to afgørende faktorer er a) de lønsatser, som fastsættes på arbejdsmarkedet og det deraf følgende omkostningsniveau, og b) den totalefterspørgsel, som derefter skabes og den deraf følgende beskæftigelsesgrad. Begge dele er i sidste instans statens eller regeringens ansvar.

Skal vi have fuld beskæftigelse – og noget i den retning eller fuld kompensation til dem, der eventuelt ikke kan få arbejde, bliver det nok nødvendigt at etablere, hvis samfundsfreden skal opretholdes – må lønudviklingen på den ene eller den anden måde være under statens kontrol. Kreditpolitikken kan ikke udrette meget på dette punkt. Ved reguleringen af totalefterspørgslen og dermed beskæftigelsesgraden med givne lønsatser kunne kreditpolitikken spille en vis og formentlig for økonomien gavnlig rolle. Men faktisk har det ikke været tilfældet. Statens subsidiepolitik, navnlig over for boligbyggeriet i forbindelse med dens direkte kontrollerende indgreb, har sat kreditpolitikken ud af spillet. Denne tendens er blevet forstærket gennem Nationalbankens ambitioner i retning af at spille en rolle, idet dens rentesatser gradvis er drevet så højt op, at en stedse stigende subsidiering er blevet en nødvendighed.

Til trods for forsikringer om overensstemmelse mellem bankens og regeringens politik har der faktisk været en konkurrence mellem de to instanser om magten og ansvaret, begge har måttet foretage stærkere indgreb end nødvendigt og hensigtsmæssigt til regulering af totalefterspørgslen.

Nationalbankens første opgave er at forsyne erhvervslivet med de betalingsmidler, som er nødvendige til beskæftigelsens opretholdelse. Derudover kunne den gennem en passende rentepolitik sætte en bremse på en mulig

forekommende overefterspørgsel, men det ville forudsætte, at staten ikke gennem subsidier gennemhullede en sådan politik. Da dette har vist sig at være tilfældet, burde den have trukket sig tilbage fra konkurrencen og i stedet søgt at holde et nogenlunde konstant renteniveau, væsentligt bestemt af renteforholdene i udlandet, og et niveau, som ikke havde nødvendiggjort så voldsomme subsidier; måske kunne dette have medført hele subsidie-systemets afvikling.

Dette ville i hvert fald have haft den fordel, at en så voldsom rente- og kreditdiskriminering, som den vi har, ikke havde udviklet sig. Renten havde derved i højere grad opfyldt sin allokeringsfunktion, og vi ville derved have fået en mere økonomisk anvendelse af de ressourcer, der har været til rådighed.

Jeg har kaldt mit foredrag: Vore kaotiske kreditforhold. Hvor kaotiske er de? De, der kan opnå bankkredit, må betale mellem 7 og $8\frac{1}{2}$ procent. Dette er en lav rente i forhold til den, der hersker på obligationsmarkedet, men den er høj i forhold til renten af kortfristede lån i udlandet. Det spiller en rolle for alle, der må eksportere til udlandet mod temmelig lang kundekredit. De klager sig voldsomt, og skibsværfterne har for længst opnået en særlig rate på 6 procent, der nu skal nedsættes til $5\frac{1}{2}$ procent. Alt efter som det bliver vanskeligere at sælge i udlandet, kommer der vel andre grupper til, som kræver en særlig rate.

Den normale obligationsrente ligger mellem 9 og 10 procent. Men staten investerer uanset renten, og kommunerne – vel at mærke de store – samt koncessionerede selskaber, opnår udenlandske lån til mellem 6 og 7 procent. 12.000 boliger er rentesikret til $6\frac{1}{2}$ procent. Det øvrige boligbyggeri må betale markedsrenten for den institutionskredit, de pågældende kan opnå. Skal de bruge flere penge, må de sælge pantebreve af den ene eller den anden art, formentlig på højst forskellige lånevilkår.

Men den omkostningsleje af boliger, som disse lånevilkår på obligationsmarkedet betinger, er ikke udtryk for den leje, som de, der bebor husene, skal betale: Gennem boligsikringsordningen betaler det offentlige en varierende del af huslejen, alt efter indtægt og børnetal. Gennem den uhyre stigning i boligefterspørgslen, som denne ordning betinger, sikres udlejning af alle de boliger, der kan produceres. Hvis man er for velhavende til at opnå boligsikringstilskud, ja, så kan man nyde godt af de særlige skattebegunstigelser for enfamiliehuse. Disse sidstnævnte begunstigelser har den egen- skab, at de er desto større, jo mere velhavende den pågældende person er, dels fordi han kan få råd til en større bolig, dels fordi hans marginalskat og dermed fordelene ved den lave ansættelse af lejeværdien er større.

Nu kan man påstå, om man vil, at disse subsidier ikke har noget med kreditvilkårene at gøre, men er at betragte på linje med andre sociale udgifter, invalide- og folkepension m.v. De bliver imidlertid alle ydet i forbin-

delse med brugen af boliger, altså realkapital, og kan konverteres til en vis rentebesparelse. Det er derfor ikke uberettiget at betragte dem som rabat på renten, hvorved vi altså får et utal af forskellige rentesatser, alt efter den række af personlige forhold, der kommer i betragtning i hvert enkelt tilfælde.

I betragtning af alt dette mener jeg det berettiget at tale om, at kreditforholdene er kaotiske. Og jeg tror, det er en ret alvorlig sag økonomisk set: Den rente- og kreditdiskriminering, der i øjeblikket øves mod visse endnu usubsidierede grupper: landbruget, der ikke kan skaffe sig kredit til løsning af påtrængende likviditetsproblemer, og som må betale en diskriminerende rente, der hindrer en ændring af strukturen, som måske kunne bringe økonomien på fode, småvirksomheder inden for håndværk og industri, herunder de virksomheder, der ved lettere kreditforhold kunne udvikle sig til storvirksomheder.

Det er måske rimeligt at antyde en operation, hvorpå man kunne komme tilbage til mere rimelige forhold. Lad os tænke os, at Nationalbankens ledelse og repræsentanter for regeringen placerede sig omkring et bord og prøvede på at finde ud af, i hvilket omfang man kunne udveksle subsidier til boligbyggeriet med rentesækning. Når man nu engang har besluttet, at 12.000 etagelejligheder skal finansieres til 6½ procent i gennemsnit og skibsværfterne til 5½ procent, så ville en sænkning af renten med to eller to en halv procent jo i hvert fald ikke føre til større kreditefterspørgsel på disse områder. Da det øvrige private etagebyggeri vel kun kan leve i kraft af boligsikringsordningen, vil en klækkelig nedsættelse af renten heller ikke på dette område fremkalde nogen nævneværdig efterspørgselsforøgelse; en sådan vil måske ske som en overflytning fra efterspørgslen efter enfamiliehuse til etagebyggeri som følge af boligsikringen, men dette har intet med renten at gøre. Tilbage bliver efterspørgslen efter enfamiliehuse. For at se, hvad her vil ske med nettolejen ved en nedsættelse af markedsrenten til 6½ procent (hvilket svarer nogenlunde til den rente, som hersker rundt om i den øvrige verden) med samtidig indførelse af samme rente ved beregning af lejeværdi af egen bolig, har jeg lavet følgende eksempel, idet jeg går ud fra finansiering til 10 procent i gennemsnit i øjeblikket, lejeværdi af egen bolig 2½ procent af vurderingssummen og en marginalskat på 45 procent:

Enfamiliehus. Anskaffelsessum kr. 200.000,-, vurderingssum kr. 150.000,-.

Rentesats	10 %	6½ %	7 %
Renteomkostning	20.000	13.000	14.000
Beregnet lejeværdi	3.750	9.750	10.500
Underskud på ejendom	16.250	3.250	3.500
Skattebesparelse	7.300	1.463	1.570
Virkelig renteomkostning	12.700	11.537	12.430

Resultatet bliver, at nettoboligomkostningen (idet jeg går ud fra, at andre udgifter end renteudgiften er uforandret) efter nedsættelse af renten til $6\frac{1}{2}$ procent for et nyopført hus af denne type falder med ca. 1200 kr. årligt. Regner man i stedet med en gennemsnitsrente på 7 procent, får man, at omkostningerne ved at bo i et hus af denne type er uforandret.

Derimod vil den ophævelse af kreditrationering og den dermed forbundne diskriminering imod erhvervsbyggeri og anden ikke privilegeret investering formentlig medføre en forøget efterspørgsel, som i givet fald må neddæmpes. Dette kan nødvendiggøre, at man anvender et noget højere renteniveau, f.eks. $7\frac{1}{2}$ procent. En anden mulighed ville være at beskatte overdrevent boligforbrug. Det afgørende er, at rationeringen kan ophæves, at rentestrukturen kan vende tilbage til et mere normalt mønster, og at den voldsomme diskriminering på en række tilfældige områder, der i forbindelse med rationeringen hæmmer initiativet og tilpasningen inden for erhvervslivet, kan fjernes.

Jeg nævnte lige ordet operation. Der er nemlig ikke tale om, at man kan forsøge sig frem med stykkevise ændringer, f.eks. en fjernelse af skattebegunstigelsen for nybyggeriet, eller en vis nedsættelse af rentefoden. Det hele skal ske på en gang gennem hinanden supplerende foranstaltninger. Hvordan det skal ske? Ja, når man har taget sit standpunkt med hensyn til, hvilket renteniveau man skal vælge, så skal man proklamere, at denne rentefod vil blive etableret fra en given dato, og at den samtidig skal gælde ved beregning af værdien af egen bolig. Allerede eksisterende enfamiliehuse må holdes udenfor eller bringes under en afviklingsordning.

At etablere den vedtagne rentefod kan ikke volde praktiske vanskeligheder. Den blotte proklamation fra Nationalbanken, at man agter at etablere denne rentefod, vil sandsynligvis være tilstrækkelig. Men i modsat fald har Nationalbanken jo midler til rådighed til at regulere markedrenten.