

Føres der pengepolitik i Danmark?

Anders Ølgaard

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY. Over the last decade, substantial immediate drains of the Danish monetary base have occurred. However, commercial banks have apparently been confident that borrowing facilities in the Central Bank would be available, if need be. On the whole, this viewpoint has so far turned out to be right. The reason for this outcome may partly be found in the institutional set-up since 1965, according to which confidential current negotiations on monetary-policy issues take place between the Central Bank and commercial banks, the Central Bank using carrots rather than sticks. As a by-product, earnings and costs of commercial banks have increased substantially. Furthermore, political issues at stake have not been sufficiently highlighted in the public debate.

Ved et foredrag fornylig på Danmarks Sparekasseforenings årsmøde d. 18. maj 1972 fremhævede nationalbankdirektør Hoffmeyer, at en varig forbedring af betalingsbalancen kun kan opnås under den forudsætning, at vi fortsat bremses for det private forbrug og for væksten i den offentlige sektor. - Man kunne spørge, om det ikke er for elskværdigt over for den hidtil førte politik at bruge ordet »fortsat« i denne forbindelse; men i hvert fald er jeg enig, når Hoffmeyer i foredraget fortsatte med den vurdering, at »der er for øjeblikket ikke udsigt til, at dette sker«.

Når der kan være grund til at være skeptisk med hensyn til, om den øjeblikkelige finanspolitik er tilstrækkelig stram, skyldes det ikke så meget regeringens planer, men snarere de resultater, vi hidtil har set i praksis. Hvordan

Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag, holdt den 25. maj 1972 ved De danske Provinsbankers Forenings generalforsamling i Nyborg; den noget causerende form er søgt bibeholdt. Medarbejderne på Det økonomiske Råds sekretariat har bidraget med ideer og kritik; jeg er også glad for at have haft lejlighed til at drøfte indholdet med deltagerne i et seminar i Nationalbanken. Det skulle være overflødigt at nævne, at deltagerne i disse diskussioner ikke hermed har pådraget sig noget medansvar for de anførte synspunkter.

Føres der pengepolitik i Danmark?

Anders Ølgaard

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY. Over the last decade, substantial immediate drains of the Danish monetary base have occurred. However, commercial banks have apparently been confident that borrowing facilities in the Central Bank would be available, if need be. On the whole, this viewpoint has so far turned out to be right. The reason for this outcome may partly be found in the institutional set-up since 1965, according to which confidential current negotiations on monetary-policy issues take place between the Central Bank and commercial banks, the Central Bank using carrots rather than sticks. As a by-product, earnings and costs of commercial banks have increased substantially. Furthermore, political issues at stake have not been sufficiently highlighted in the public debate.

Ved et foredrag fornylig på Danmarks Sparekasseforenings årsmøde d. 18. maj 1972 fremhævede nationalbankdirektør Hoffmeyer, at en varig forbedring af betalingsbalancen kun kan opnås under den forudsætning, at vi fortsat bremser for det private forbrug og for væksten i den offentlige sektor. - Man kunne spørge, om det ikke er for elskværdigt over for den hidtil førte politik at bruge ordet »fortsat« i denne forbindelse; men i hvert fald er jeg enig, når Hoffmeyer i foredraget fortsatte med den vurdering, at »der er for øjeblikket ikke udsigt til, at dette sker«.

Når der kan være grund til at være skeptisk med hensyn til, om den øjeblikkelige finanspolitik er tilstrækkelig stram, skyldes det ikke så meget regeringens planer, men snarere de resultater, vi hidtil har set i praksis. Hvordan

Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag, holdt den 25. maj 1972 ved De danske Provinsbankers Forenings generalforsamling i Nyborg; den noget causerende form er søgt bibeholdt. Medarbejderne på Det økonomiske Råds sekretariat har bidraget med ideer og kritik; jeg er også glad for at have haft lejlighed til at drøfte indholdet med deltagerne i et seminar i Nationalbanken. Det skulle være overflødigt at nævne, at deltagerne i disse diskussioner ikke hermed har pådraget sig noget medansvar for de anførte synspunkter.

må finanspolitikens strammingsgrad forventes at blive i indeværende finansår, når man koncentrerer sig om, hvad der faktisk hidtil er blevet besluttet?

Hvad først det offentliges udgifter angår, så tyder alt på, at udgiftsstigningen i 1972/73 vil fortsætte i samme takt som i de seneste finansår; selv om det skulle lykkes at spare nogle hundrede millioner kroner, ændrer det desværre ikke sagen. På denne baggrund måtte det for at fastholde den hidtidige finanspolitiske strammingsgrad kræves, at også det offentliges indtægter - i første række skatterne - steg som hidtil og helst endda lidt stærkere, men det er jo netop ikke tilfældet. I de senere år er skatterne som bekendt steget væsentligt stærkere end indkomsterne, hvad der medfører, at de disponible indtægter (indtægterne efter skat) er steget i et *langsommere* tempo end indtægterne før skat. Men i år må man regne med, at skatterne »kun« stiger i takt med indkomsterne, og det vil jo sige, at de disponible indtægter hos skatteyderne vil stige i *samme* takt som indtægterne før skat.

Når stigningen i det offentliges udgifter således fortsætter som hidtil, mens det offentliges indtægter forøges i et langsommere tempo, end vi er vant til, ja, så kan jeg ikke se andet, end at der er sket en svækkelse af finanspolitikken.

Man vil bemærke, at jeg i denne forbindelse ikke har nævnt ordet: kasseoverskud. Kasseoverskudsbegrebet har man jo altid fra fagøkonomisk side haft en vis skepsis overfor. Jeg skal ikke gå i detaljer med hensyn til årsagerne til denne skepsis, men blot i forbifarten nævne, at nogle offentlige udgifter er mere aktivitetsfremmende end andre, ligesom de forskellige offentlige indtægter virker efterspørgselsdæmpende med forskellig styrke. Desuden kan kasseoverskuddets størrelse eksempelvis være påvirket af en teknisk omlægning af betalingsmønstre og betalingssædvaner.

Men der kan være grund til at understrege, at der i de seneste år er kommet en ny og vigtig årsag til, at man må håndtere kasseoverskudsbegrebet med varsomhed, nemlig overgangen til kildeskat - altså til en samtidigheds-skat. Har man et skattesystem af denne type, og får man så en anden konjunkturudvikling end den, man havde forudset, ja, så får man også et andet skattegrundlag for A-skatterne. Derfor bliver det samlede skatteprovenu og dermed kasseoverskuddet et andet end det, man havde forudset. Men det kan vel ikke tages som udtryk for en ændret finanspolitisk strammingsgrad?

Der er forskellige økonomer, der fremsætter det dybsindige udsagn, at man jo skal kende træet på dets frugter, og udlægger teksten derhen, at om finanspolitikken har været tilfredsstillende, må vurderes på grundlag af, om

den samlede økonomiske udvikling har været tilfredsstillende - men det finder jeg utilfredsstillende! For det første fordi det i så fald bliver svært at få en lidt mere differentieret diskussion af virkningen af finanspolitikken, pengepolitikken og alle de øvrige midler i den økonomiske politik, vurderet hver for sig. De skal jo nemlig i så fald kendes på den samme frugt, nemlig det økonomiske forløb, for der er vel i dag ikke mange, der vil skrive under på, at finanspolitikken *kun* påvirker forbruget, pengepolitikken *kun* investeringerne o.s.v.

Men der er også en anden grund til, at man ikke uden videre skal acceptere træ-frugt problemstillingen. Det vigtigste formål med økonomisk analyse er vel at kunne forudsige det fremtidige forløb, altså en frugt, man endnu ikke kender. Og skal man gøre det, må man have ideer om - en model til beskrivelse af - hvordan økonomien, og herunder de finanspolitiske indgreb, virker.

Med udgangspunkt i sådanne overvejelser - som man også er optaget af i andre lande - tror jeg derfor, at man må stille det krav til økonomerne, at de må se at blive enige om en målestok for finanspolitikken strammingsgrad, som alle kan forstå og acceptere. Det kan gøres på flere forskellige måder, som jeg ikke skal komme ind på her¹. Jeg vil blot understrege, at målestokken må være operativ og nogenlunde let forståelig - og at det haster med at få den tilvejebragt.

Mens kasseoverskuddet altså ikke uden videre kan tages som mål for finanspolitikken, så er det jo unægteligt et særdeles relevant begreb, når man anlægger en pengepolitisk betragtning og altså ser på udviklingen i kassebeholdninger og likviditet. Som bekendt påvirkes pengeforsyningen ikke mindst af betalingsbalanceudviklingen og overskuddet på statsfinanserne, altså statens kasseoverskud. Har staten overskud, tager den likviditet ud af systemet; pengeforsyningen formindskes. Det modsatte sker naturligvis, hvis staten har underskud. Da det jo er vigtigt at kunne styre pengeforsyningen, har vi et meget påtrængende behov for bedre prognoser for de offentlige betalinger. Det drejer sig om det offentliges indtægter, herunder skøn over forskudsskat, restskat og alle de nye herligheder, som kildeskattesystemet har ført med sig; - men det drejer sig sandelig også om de offentlige udgifter.

Her er vi ved et punkt, hvor jeg måske kunne supplere det idekatalog, som man, så vidt jeg forstår, er ved at udarbejde i budgetministeriet. Spørgsmålet er, om de økonomiske virkninger af de udgiftslove, som fremlægges i

1. Der kan herom eksempelvis henvises til Lotz (1971).

Folketinget, i øjeblikket bliver analyseret og præsenteret tilstrækkelig holdbart og klart?

Det drejer sig dels om, hvorvidt bemærkningerne til lovforslagene overhovedet kan forstås, hvis man virkelig prøver at »nærlæse«, jfr. diskussionen om forslaget til ny dagpengereform. Men mere vigtigt er spørgsmålet om, hvad der ligger til grund for de skøn, som lovforslagenes bemærkninger er baseret på. Det er jo menneskeligt, hvis et ministerium gerne vil fremlægge sine reformforslag, så de ser så billige ud som muligt; så får man dem måske lettere igennem. Derfor er der uden tvivl behov for, at et andet ministerium - og det må jo være budgetministeriet - uafhængigt af det pågældende ministerium prøver at vurdere de økonomiske konsekvenser. Så ved man, hvad man går ind til!

Man kunne føre tanken lidt videre og forestille sig - hvis man skal illustrere helt kontant, hvad vi trænger til - at der bag Folketingets talerstol bliver opstillet nogle søjler, hvor man kunne aflæse de samlede udgiftsmæssige konsekvenser af de lovforslag, som er forelagt eller vedtaget. Når jeg taler om flere søjler, hænger det sammen med, at de burde repræsentere ikke alene indværende finansår, men også de følgende. Hver gang der bliver fremlagt et lovforslag, skulle klokken ringe og søjlerne vokse. Så kunne enhver se, hvor store beløb det drejede sig om.

Der er nogen, der trækker på smilebåndet ad et sådant forslag, men i virkeligheden er det ikke særlig komisk. Snarere er det tragikomisk, at det ikke allerede er realiseret. Enhver virksomhed med nogenlunde respekt for sig selv har jo løbende styr på udviklingen i sine udgifter, så den ikke pludselig må konstatere, at nu er udgiftsrammerne skam sprængt. Og det er klart, at den institution, der skal have det realistiske overblik over de offentlige udgifter, må være budgetministeriet. Det skal sørge for, at søjlerne bliver ført ajour, og være ansvarlige for, at skønnene er realistiske, men det forudsætter netop, at budgetministeriet har en bedre indsigt i de udgiftsmæssige konsekvenser af lovforslagene, end tilfældet vistnok er i dag.

Jeg nævnte før, at kasseoverskuddet er af betydning for pengeforsyningen, og at der bl.a. af denne grund er behov for bedre prognoser for det offentliges indbetalinger og udbetalinger. At der her foreligger et ubehageligt presserende problem, har vi jo tydeligt fået illustreret gennem det sidste halve år. Jeg er sikker på, at alle kan huske, at Nationalbanken den 14. december 1971 udtalte:

Der må som følge af udviklingen i statsfinanserne imødeses en meget kraftig likviditetsstramning i første kvartal 1972. Nationalbanken har derfor besluttet at forhøje belåningsprocenten for obligationer fra 75 pct. til 90 pct. af kursværdien. Desuden gives der pengeinstitutterne adgang til særlige trækningsmuligheder på Nationalbanken i perioden 1. februar til 15. april 1972. Det er stadig nødvendigt at fastholde en meget stram pengepolitik. [Pressemeddelelse d. 14/12 1971, jfr. *Nationalbankens beretning 1971*, bilag 7, p. 99].

Som man vil vide, kom den ventede stramning af pengeforsyningen ikke; statens kasseoverskud blev væsentlig mindre end forudset, for at sige det mildt. Desværre følger jeg ikke så godt med i den pengepolitiske udvikling, som jeg burde; men jeg går ud fra, at man forlængst har taget konsekvensen heraf ved igen at nedsætte belåningsprocenten for obligationer til væsentligt under de nævnte 90 pct.²

Disse aktuelle betragtninger fører mig over i nogle mere principielle bemærkninger omkring pengepolitikken. Det er ofte og med rette fremhævet, at det er meget vanskeligt at føre pengepolitik, når betalingsbalancen og statsfinanserne viser så store og uforudsete udsving, som tilfældet er. Det er jo ikke mindst udviklingen i disse to størrelser, der bestemmer ændringerne i bankernes kasser og i pengeforsyningen hos borgerne.

Samtidig er man i stadig højere grad både i den internationale debat og herhjemme nået til erkendelse af, at man ved fastlæggelsen af den pengepolitiske målsætning stilles over for et valg, som man vanskeligt kan komme udenom: Skal man styre pengemængden, eller skal man styre renten? - for man kan ikke samtidig styre dem begge. Det er, ligesom man ikke rigtig er parat til at acceptere dette dilemma, men helst vil påvirke begge dele - og så er det ikke så underligt, at der opstår problemer.

Når man imidlertid skal vælge, og det skal man jo, så må man vel sige, at der i de senere år både internationalt og herhjemme har været en tendens til at lægge en øget vægt på størrelsen af pengeforsyningen, og at man - i hvert fald i nogen grad - er parat til at betale prisen herfor i den form, at man til gengæld giver afkald på at have så meget styr på renten. De danske erfaringer, som danner basis for denne konklusion, stammer vel ikke mindst fra foråret

2. Iflg. pressemeddelelse af 27.6.1972 blev det besluttet som et led i foranstaltningerne for at sikre kronens stilling at forhøje diskontoen fra 7 til 8 pct. samt »at begrænse bankernes lånemuligheder i Nationalbanken«. Det fremgår af Nationalbankens *Monetary Review*, August 1972, at belåningsprocenten for obligationer herunder blev reduceret til 60 pct.

1969, hvor man jo bl.a. som følge af obligationsrationeringens afvikling i det foregående efterår var kommet i en situation, hvor Nationalbanken havde foretaget meget store obligationsopkøb, og hvor likviditeten derfor var ret rigelig. Det fik to konsekvenser, som ikke var særlig tillokkende.

For det første var den rigelige likviditet i bankerne en nødvendig forudsætning for kapitaludstrømningen af landet i første halvdel af maj 1969 med de alvorlige følger for valutakassen, som dermed opstod. Det er jo rigtigt, at når der spekuleres mod kronen, så er det af mange grunde helt overvejende danskere - specielt danske erhvervsdrivende - der gør det. Men en sådan spekulation skal jo finansieres et eller andet sted fra, og dette sted er i sidste instans netop bankernes kasser. Er de rigelige og bankernes lånemuligheder gode, så kan der spekuleres mod kronen; i modsat fald bliver det straks meget sværere.

Den anden uheldige konsekvens af en stor pengeforsyning er, at finanspolitikken i så fald rammer endnu mere usikkert end ellers, et forhold, som ikke mindst Det økonomiske Sekretariat (1970, bl.a. pp. 44 og 56) gjorde en hel del ud af. Hvis likviditeten er rigelig, er det relativt lettere at reagere på en skattestigning, ikke ved at formindske forbruget, men derimod ved at reducere ens opsparing, fordi det er lettere at få lån.

Disse betragtninger omkring de ulemper, der er knyttet til en for rigelig likviditet, kan jo desværre ikke siges helt at mangle aktualitet. Bl.a. skal vi forhåbentlig snart til at tænke på en stramning af finanspolitikken, idet jeg naturligvis deler det håb, at det især er de offentlige udgifter, som skal holde for.

Accepterer man på denne baggrund en konklusion i retning af, at det i første række er pengeforsyningen, som må være under kontrol, ja, så er det næste spørgsmål naturligvis, hvordan pengeforsyningen styres. Det må her straks medgives, at dette er en vanskelig opgave i et lille samfund med så brede kontaktflader til omverdenen.

Ønsker Nationalbanken strammere pengeforhold, kan den principielt sikre sig mod, at bankerne omgår denne målsætning ved at forlange, at de i Nationalbanken skal deponere et beløb svarende til, hvad de måtte låne i udlandet. Men ser vi på mulighederne for at forhindre, at private omgår de stramme pengeforhold ved selv at låne i udlandet, evt. med bistand fra deres danske bankforbindelse - ja, så må man indrømme, at disse muligheder i praksis er relativt begrænsede. Men det betyder jo på den anden side ikke, at Nationalbanken nødvendigvis står magtesløs. I denne forbindelse vil jeg gerne

vende tilbage til det foredrag af nationalbankdirektøren, som jeg indledningsvis henviste til. I Hoffmeyers manuskript var der følgende passus:

Den store spændvidde mellem obligationsrenten og indlånsrenterne over et pres på renteaftalen og giver banker og sparekasser et stærkt incitament til at købe obligationer, i særdeleshed når de kan belånes i Nationalbanken til en lavere rentesats end den effektive rente af obligationerne.

Der er to ting i de citerede linjer, som kan gøre krav på en kommentar. Den første er henvisningen til renteaftalen, den anden er spørgsmålet om bankernes obligationskøb.

Hvad renteaftalen angår, så har der jo gennem tiden været vekslende vurderinger af den. Økonoministeren har ved flere lejligheder slået til lyd for, at den burde gøres obligatorisk, men det er jeg nu ikke enig i - tværtimod.

Da jeg forberedte mig til foredraget i dag, prøvede jeg bl.a. at finde ud af, hvorfor renteaftalen endnu ikke er blevet ophævet, og til nogen overraskelse, i hvert fald for mig selv, nåede jeg frem til, at det simpelthen skyldtes, at man har glemt at ophæve den!

Præmisserne for denne konklusion findes optrykt i Nationalbankens beretning for 1969, nemlig Nationalbankens skrivelse til handelsminister Knud Thomsen af 5. februar 1970. Her gives der en meget afslappet vurdering af renteaftalens betydning. Jeg citerer i uddrag:

Nationalbanken gav i denne periode (d.v.s. i tiden indtil sommeren 1969) over for bankerne flere gange udtryk for, at renteaftalen nu spillede en væsentlig mindre rolle for den pengepolitiske målsætning end tidligere.

Ved diskontoforhøjelsen fra 7 til 9 pct. i maj 1969 blev det ... samtidig tilkendegivet, at Nationalbanken nu ikke længere ville gå ind for renteaftalen i dens bindende form. En ændring burde imidlertid gennemføres på en sådan måde, at man søgte at undgå at skade stabiliteten i pengeinstitutternes organisationer og dermed deponeringsaftalen. Tanken var, at man burde tage problemet op, f.eks. i forbindelse med en diskontosænkning, ... idet det er Nationalbankens opfattelse, at en eventuel ændring vil skabe færrest pengepolitiske gener, hvis den gennemføres under et faldende renteniveau. [Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1969*, bilag 3, pp. 84-85].

Det fremgår, at renteaftalens karakter af en bindende aftale bl.a. blev fastholdt af hensyn til deponeringsaftalen (for selve dette at styrke pengeinsti-

tutternes organisationer kan vel ikke være noget selvstændigt formål i et samfund, hvor man i øvrigt klager over de uheldige virkninger af en for stærk organisationsgrad?). Men i dag har deponeringsaftalen jo ikke noget indhold (selv om den formelt er opretholdt), så her kan man ikke længere finde nogen motivering for at fastholde en bindende renteaftale.

Det andet moment, der nævnes i den citerende passus, er, at afviklingen af renteaftalen som en bindende aftale burde ske under et faldende renteniveau. Men denne situation har vi jo været i i adskillige perioder i mellemtiden, så også ud fra dette synspunkt har forudsætningen for at ophæve renteaftalen været opfyldt.

Kan man på denne baggrund nå til anden konklusion, end at den manglende ophævelse simpelthen skyldes en forglemmelse?³

Når jeg rejser spørgsmålet, er det ikke mindst, fordi jeg for nylig har taget til genmæle over for det synspunkt, at vort erhvervsliv blot unddrager sig pris-konkurrence og i stedet puster deres omkostninger op, hvorved forbrugerne bliver bragt i en situation, de ikke kan være tjent med. Mine kritiske bemærkninger hertil blev affyret ved Forbrugerrådets jubilæum⁴, hvor jeg fremhævede det ejendommelige i, at man i anledning af jubilæet kunne udsende en hel bog om forbrugerpolitik⁵ uden overhovedet at komme ind på det syns-

3. At renteaftalen som bindende overenskomst er ved at have set sine bedste dage forekommer i mellemtiden at være blevet yderligere sandsynliggjort. I en skrivelse af 3. oktober 1972 til cand. mag. V. Røpke, der havde klaget over renteaftalen med udgangspunkt i monopollovens § 11 om urimelige priser og forretningsbetingelser, afviser Bank- og sparekassetilsynet ikke, at »en bindende renteoverenskomst eventuelt vil kunne indebære virkninger af den i monopollovens § 11 omhandlede art«. Men heroverfor har man ment at måtte lægge vægt på:

»a. at bankernes senest foreliggende bearbejdede regnskabsresultater for 1971 viser en vigende indtjening på den egentlige drift bl. a. som følge af en indsnævret rentemarginal og stigende driftsomkostninger, ikke mindst lønomkostninger

b. at man ikke kan undlade at tage pengepolitiske hensyn,

c. at tilsynet ved de i de seneste år stedfundne forhandlinger med organisationerne om renteaftalen har opnået disses principielle tilsagn om at gøre renteaftalen vejledende, når mere normale likviditetsmæssige forhold er indtrådt «

Hvor tungtvejende man finder denne argumentation, må enhver naturligvis afgøre med sig selv, men for mit vedkommende overrasker det ikke, at tilsynet til sin konklusion om ikke at burde skride ind over for renteaftalen dels føjer et »for tiden«, dels afslutningsvis nævner, at man »selvsagt vil følge udviklingen på dette område med henblik på en indskriden, såfremt forholdene måtte tilsige dette«.

4. Jfr. to artikler: »Forbruger – herre eller træle«, *Tænk*, nr. 4, 1972, pp. 26-27, samt »Forbrugersagens to roller«, *Tænk*, nr. 5, 1972, pp. 8-10.

5. Lis Groes red., *Forbruger, elsket, ombejlet – svigtet?*, København: Forbrugerrådet, 1972.

punkt, at virksomheder jo også konkurrerer indbyrdes, hvad der skulle bidrage til at løse problemerne.

Ved Forbrugerrådets møde var der ikke megen tro på disse betragtninger; så meget vigtigere er det naturligvis for mig også at fremføre dem i dag, hvor det er en del af erhvervslivets ledere, jeg har som tilhørere. Betragter man renteaftalen ud fra denne synsvinkel, så er hovedindvendingen mod den ud fra et samfundsmæssigt synspunkt vel netop, at den fører til, at alle pengeinstitutter tager alt for let på, om deres omkostninger stiger. For med renteaftalen som sovepude regner det enkelte pengeinstitut med, at resultatet blot bliver en forøget rentemarginal med fortsat gode indtjeningsmuligheder. Med en effektiv bindende renteaftale er der ingen mulighed for, at et enkelt pengeinstitut pludselig bryder ud og konkurrerer på renten; den såkaldte potentielle konkurrence er fjernet.

Som bekendt er det ikke lykkedes at gennemføre en sådan konkurrencebegrænsning fuldtud, hvad jeg naturligvis ud fra mit synspunkt må glæde mig over. Jeg vil da også gerne medgive, at jeg ikke er så naiv at tro, at pris-konkurrencen, d.v.s. konkurrence med hensyn til rentesatser, straks vil bryde ud i fuldt omfang, hvis renteaftalens karakter ændres, så den bliver vejledende snarere end bindende⁶. Men det vil hjælpe, for det vil betyde, at den potentielle konkurrence - altså muligheden for, at et af de andre pengeinstitutter på eget initiativ ændrer sine rentesatser - forøges. Og det betyder igen, at man for at være rustet til en sådan situation, må have sine omkostninger under langt større kontrol, end tilfældet øjensynligt har været i de senere år.

Disse spørgsmål kan også anskues ud fra en anden synsvinkel, endda med samme konklusion som den, jeg allerede er nået til. Der tales jo så meget om, at en forbedring af betalingsbalancen forudsætter en ændret anvendelse af vore produktive ressourcer, arbejdskraft og kapital. Både formanden og økonomiministeren har i dag været inde på denne problematik. Man vil imidlertid have bemærket, at der var en forskel i ordvalget. K. O. Petersen talte om, at der måtte flyttes ressourcer fra det offentlige til erhvervslivet, mens Hækkerup talte om overflytning til betalingsbalanceerhvervene fra det øvrige samfund, herunder det offentlige og boligbyggeriet - men vel også fra pengeinstitutterne?

Selv foretrækker jeg Hækkerups formulering. Der har i de senere år været en voksende kritik af stigningstakten i de offentlige udgifter, ikke mindst

6. Jfr. nærmere herom i min kronik: »Den nye renteaftale og konkurrencen mellem pengeinstitutterne«, *Information* d. 26. februar 1968.

fra bankernes side. Groft taget kan man vel sige, at det offentliges udgifter i løbende priser er blevet firedoblet fra 1961/62 til 1970/71. Det er jo en meget voldsom stigning, og man kan lede land og rige rundt for at finde noget lignende. Helt forgæves behøver man dog ikke at lede. For man kan slå op i bankinspektørens beretning for at se, hvor meget bankernes egne omkostninger er steget. Og så viser det sig, at de er steget akkurat lige så stærkt som det offentliges udgifter!

På den baggrund må man i dag nok have lov til at sige til bankverdenen: I, der svinger svøben over det offentlige - hvad gør I selv?⁷

Ja, man må indrømme, at I har øget jeres antal ekspeditioner o.s.v., men det offentlige yder jo også mere for pengene end for ti år siden.

Vi kan føre parallellen videre. I kritiserer det offentlige for, at der stilles ydelser gratis til befolkningens rådighed, så folk ikke bliver klar over, hvad ydelserne egentlig koster. Men hvad gør I selv? I gør lige præcis det samme! Og når I har kunnet fortsætte med det, skyldes det jo ikke mindst, at renteaftalen har været jeres sikkerhedsnet. Under denne proces er rentemarginalen som bekendt steget fra knap 4 til knap 5 pct., og måler vi jeres omkostninger i forhold til jeres balancer, ja, så er de også steget. På denne baggrund må man nok have lov til at sætte et spørgsmålstegn ved, om den del af den beskyttede sektor i den danske økonomi, som hedder banksektoren, har forvaltet sine ressourcer tilstrækkelig effektivt.

Det var det ene punkt, hvor jeg gerne ville knytte en kommentar til Hoffmeyers betragtninger. Det andet vedrører bankernes obligationskøb. Her har der jo i de seneste måneder været udtrykt en del bekymring med hensyn til, om bankerne køber for mange obligationer.

På det punkt kan jeg godt forstå, hvis man fra bankside siger: Nu er vi i mange år mange gange blevet kritiseret for, at vi købte for få obligationer; man har sagt, at det var en medvirkende årsag til, at obligationsmarkedet udviklede sig dårligt. Og når vi så endelig køber obligationer, så er det også galt.

Naturligvis er det rigtigt, at der er noget galt, men på dette punkt er det vist ikke bankerne, man skal skyde på. Det er jo ikke deres skyld, at man, som nationalbankdirektøren sagde, har en ordning, hvor bankerne kan købe obligationer og derefter belåne dem i Nationalbanken til en rente, der er

7. At stigningen i sparekassernes omkostninger ikke har været mindre end bankernes fremgår af Eskesen (1972).

lavere end den, obligationerne afkaster. Det lyder jo som det rene Ebberød Bank!

På denne baggrund må man imidlertid nok spørge, hvorfor Nationalbanken ikke siger til bankerne: Køb da endelig obligationer, kære venner, men vi sætter altså den rente, som I skal betale, hvis I genbelåner dem hos os, kraftigt i vejret, og samtidig sætter vi belåningsgrænsen kraftigt ned⁸.

En sådan kurs ville hjælpe en hel del på de problemer, jeg var inde på. Men selvfølgelig ville den ikke løse dem, for de hænger jo også sammen med, at vi har et system med udlånsloft for bankerne. Det bevirker, at bankerne får aktiver, som man gerne vil placere på en anden måde, så de kaster noget af sig, og her er det nærliggende at købe obligationer. Men man kan jo ikke komme udenom, at der herved ud over udlånsloftet sker en indirekte långivning. Det er den slags problemer, man nødvendigvis løber ind i, når man indfører et udlånsloft, og det er måske også derfor, at formanden udtrykte ønske om udlånsloftets afvikling. Kreditmarkedet er jo som bekendt ligesom et system af forbundne kar: Sætter man en prop i et sted, ja, så flytter kreditformidlingen hen til et andet.

Flytter kreditformidlingen over på obligationsmarkedet, og støttes denne udvikling af, at bankerne køber obligationer, ja, så skaber bankernes obligationskøb naturligvis indlån i pengeinstitutterne på nøjagtig samme måde, som hvis man selv havde ydet lån. Men hvis det er på dette punkt, man er bekymret, altså med hensyn til omfanget af borgernes kasse eller den sekundære pengeforsyning, eller hvad man nu kalder den, ja, så vil jeg sige til Nationalbanken: Hvorfor er I bekymrede over, at bankerne køber obligationer; I kan jo bare sælge et tilsvarende beløb, så er det problem ude af verden. - Ja, vil man måske sige, men så stiger obligationsrenten, og det er vi ikke så meget for. Men så er vi altså også tilbage ved udgangspunktet, nemlig ved mulighederne for både at styre pengeforsyningen og renten. Og så har man måske lov til at rejse det spørgsmål, som er foredragets titel.

Et eksempel til belysning af, om der føres pengepolitik, fik vi jo i begyndelsen af april 1972. Nationalbanken og bankerne forhandlede på baggrund af, at likviditeten var blevet større, end man havde regnet med, og imens sad vi

8. I denne forbindelse kan der måske være grund til at nævne, at det formentlig ud fra mange synspunkter ville være en fordel, om Nationalbanken anvendte en række af de instrumenter, som ikke forudsætter tilslutning fra pengeinstitutterne eller fra anden side, hyppigere og i mindre doser.

andre og ventede spændt. Hvad blev så resultatet? Ja, det endte minsandten med, at bankerne fik et *tilbud!* (nemlig om at købe indlånsbeviser).

Dette med, at man skal have tilbud, er jo noget, som er moderne i vore tider. Også på universitetet giver vi (undervisnings)tilbud, for de studerende skal jo motiveres, og det kan jeg da kun være enig i. Men sammenligningen holder ikke, når vi i stedet ser på bankerne. De er motiveret nok i forvejen, nemlig med hensyn til at øge deres fortjeneste, så hvad de trænger til er at blive styret og ikke at få tilbud.

Her kommer vi til et fundamentalt punkt med hensyn til den gældende filosofi på bjerget i dag vedrørende pengepolitikens udformning. Vort nuværende pengepolitiske system hviler jo på, at man sidder og snakker sig til rette bag låste døre; regeringen snakker med Nationalbanken, og Nationalbanken snakker med bankerne. Man må nok have lov til at spørge, om det i virkeligheden er noget særlig godt system. Bliver resultatet ikke, at man som regel afskæres fra at føre en stram pengepolitik, allerede fordi bankerne ikke er interesseret i det - og Nationalbanken føler sig jo tvunget til at tale sig til rette med bankerne. Bankerne kan med rette føle sig trygge, for der bliver ikke lavet noget, uden at de selv vil være med.

Nogle vil nok sige, at dette er at trække tingene for hårdt op. Jeg er desværre ikke sikker på det og skal i denne forbindelse henvise til, at Niels Thygesen (1971, især kap. 7) i den disputats, han forsvarede sidste sommer, var inde på samme problemer. Hans konklusion var⁹, at det ikke kan påvises, at de pengepolitiske myndigheder har kunnet styre bankernes udlån; bankerne har gjort, hvad der passede dem. Og har de ikke haft tilstrækkelig kasse til en udlånseksponering, har de kunnet låne hos Nationalbanken. Hvis det virkelig er rigtigt, kan der jo nok være grund til at vende tilbage til et spørgsmål, jeg allerede tidligere har berørt, nemlig om man ikke skulle kigge nærmere på de vilkår, på hvilke Nationalbanken giver lån til bankerne. Er der ikke behov for, at Nationalbanken kører bankerne noget hårdere i perioder, hvor man ønsker en stramning?

Men man kan også gå mere radikalt til værks, og tanker i denne retning er heller ikke nye, f.eks. har Jørgen Gelting været inde på dem allerede for mange år siden. Udgangspunktet har jeg allerede tidligere nævnt, nemlig, at hvis bankernes obligationskøb skulle føre til uønskede virkninger, så kan Nationalbanken jo bare sælge for tilsvarende beløb. Svaret herpå var, at dette

9. Jfr. også min opposition (Ølgaard (1971, især p. 91 og følgende sider)).

kunne føre til en uønsket rentestigning for lange obligationer, hvad der igen kunne få en virkning for de lange investeringer, som man dels fandt uhensigtsmæssig, og som dels måtte betragtes som irrationel. Kortsigtsindgreb bør ikke påvirke det lange marked.

Løsningen på dette dilemma ligger imidlertid lige om hjørnet, nemlig i at skabe et marked for korte obligationer. Man har hidtil afvist at gøre det, men jeg har ikke set nogen overbevisende argumentation for dette standpunkt, hvis man da accepterer den bagved liggende målsætning, nemlig at det er af interesse at kunne styre den *sekundære* pengeforsyning direkte. I så fald skulle de pågældende papirer naturligvis også kunne købes af »borgerne«, d.v.s. af andre end pengeinstitutterne, ligesom tilfældet er ved normale open market operations.

Naturligvis er bankerne ikke særlig interesseret i, at et sådant marked etableres. De vil måske endda opfatte det som en krigserklæring fra Nationalbankens side, men det kan vel ikke være afgørende. Det afgørende må være, at Nationalbanken har tilstrækkelige beføjelser til at kunne gennemføre den ønskede pengepolitik.

Man kan imidlertid hævde, at den umiddelbare opgave er at styre den *primære* pengeforsyning, altså bankernes kasser. Sluttes man sig til denne mere begrænsede målsætning, kunne man spørge, om Nationalbanken snarere burde have adgang til at fastlægge variable kasserereserveregler, altså ensidigt og ikke som noget, man først må forhandle sig til rette med bankerne om, sådan som tilfældet jo var ved deponeringsaftalerne.

Det bedste argument, man efter min mening kan anføre heroverfor, er, at Nationalbanken igennem en årrække har haft og stadig har tilstrækkelig stærke midler, hvis blot den ville bruge dem effektivt. Udgangspunktet for dette synspunkt er, at i et samfund med et permanent betalingsbalanceunderskud og et kasseoverskud på statsfinanserne kan banksystemet næsten ikke undgå at få en negativ nettostilling over for Nationalbanken, hvis Nationalbanken ønsker det. Hermed kommer bankerne i lommen på Nationalbanken i en grad, som de overhovedet ikke kunne forestille sig, da Jørgen Pedersen og Carl E. Sørensen (1950) lavede deres undersøgelse. Nationalbanken får nemlig mulighed for at øve en afgørende indflydelse på bankernes bruttokasser gennem de vilkår for belåning af bankernes aktiver, som Nationalbanken suverænt kan fastsætte og ændre, jfr. ovenfor.

Som nævnt har Nationalbanken ikke udnyttet muligheden for at påvirke bankerne ved at føre en aktiv politik over for deres lånemuligheder og dermed

deres bruttokasser, jfr. Thygesens konklusioner. En mulig forklaring herpå - og i hvert fald en komplikation, hvis man havde prøvet - er, at bankernes nettostilling over for Nationalbanken jo ikke permanent har været negativ, men bl.a. været underkastet stærke sæsonsvingninger, hvad der har vanskeliggjort en sådan politik. Det har traditionelt især været i kalenderårenes første kvartal, at bankernes kasser har været anspændte, hovedsagelig som følge af sæsonsvingninger i statens ind- og udbetalinger.

Det er klart, at så længe man ikke kan forudse sæsonmønsteret i statsfinansernes likviditetsvirkning efter de mange indtægts- og udgiftsreformer på dette område i de seneste år, ja, så er det også svært at gøre noget ved det. Men det finder man vel ud af, jfr. mine kommentarer i foredragets første del. Og når det er sket, må tiden være inde til at tage fat på det problem, som man har talt om i mere end ti år, men aldrig gjort noget ved, nemlig at søge at udjævne virkningerne heraf i bankernes kasser. Det kan gøres ved køb og salg af korte papirer - og for dette begrænsede formål skulle man kunne klare sig med papirer, som kun handles med pengeinstitutterne, jfr. indlånsbeviserne fra april i år. Men det ville øge effektiviteten, om man sikrede likviditetsvirkningen ved enten at variere renten langt hyppigere, end man hidtil har gjort, eller - endnu bedre - ved fra Nationalbankens side på forhånd at tilkendegive, hvor store beløb man ville købe (sælge), og så lade markedet finde renten¹⁰.

En anden mulighed ville være, at staten selv udjævnede sæsonsvingningerne fra sine finanser ved at holde kasse direkte i pengeinstitutterne. Men hvad enten man gør det ene eller det andet, er det svært at se, hvilken fordel der er knyttet til, at Nationalbanken kun foretager ændringer efter forudgående forhandling med bankerne. Tværtimod kunne det nok give anledning til lidt sund usikkerhed hos bankerne, om de ikke altid havde en fornemmelse af, at de på forhånd kendte Nationalbankens syn på sagerne, sådan som tilfældet har været siden deponeringsaftalerne i 1965.

Jeg er sikker på, at mange vil sige, at mit foredrag har været provokatorisk - og deri har de jo ret. Der er sikkert oven i købet nogen, der vil tilføje, at det også har været demagogisk - og det har de måske delvis ret i. Men sagen er jo, at når en problemstilling skal lægges kontant frem, så bliver præsentationen

10. Selv om omsætningen af sådanne papirer som nævnt kan tænkes begrænset til pengeinstitutterne, kunne det måske nok stille Nationalbanken noget friere, hvis også andre kunne være med.

let noget ensidig, hvis man ikke skal fortabe sig alt for meget i detaljerede tekniske argumenter og modargumenter.

Men samtidig med at give denne indrømmelse vil jeg da gerne understrege, at hovedsynspunkterne i foredraget står jeg naturligvis fast ved, også efter at have været igennem mange flere argumenter og ræsonnementer end omtalt ovenfor.

Hvis jeg ikke føler mig helt sikker på, at alle mine konklusioner holder - og man skal jo altid være varsom med at tro, at man har fundet de vises sten - så hænger det bl.a. sammen med et fundamentalt forhold, som jeg gerne vil slutte med. Jeg har i det foregående stillet mig kritisk over for det nuværende system, hvorefter Nationalbanken må forhandle sig frem med bankerne bag lukkede døre. Dette system har jo imidlertid også en anden uheldig konsekvens, nemlig at der bliver for lidt offentlig debat om disse emner, og at den debat, der kommer, måske er baseret på for løst et grundlag. For en del af grundlaget er ikke tilgængeligt; det ligger bag de lukkede døre.

På denne baggrund kan der være grund til afslutningsvis at efterlyse større åbenhed i forbindelse med pengepolitikken. Ikke mindst i vort komplicerede samfund er der brug for åbenhed, især omkring forhold, der ifølge deres natur er politiske. Det er simpelthen en nødvendig betingelse for, at interesserede overhovedet kan få mulighed for at tage stilling til politiske problemer, her altså de pengepolitiske.

Et system med aftaler bag lukkede døre har også en anden uheldig virkning, nemlig at ansvaret for pengepolitikken i sidste instans er alle steder og derfor ingen steder. Heller ikke dette virker stimulerende på den pengepolitiske debat.

Så der er argumenter nok for, at en udenforstående, der får chancen, prøver at provokere i håb om at skabe en bredere debat, der forhåbentlig efterhånden kan føre til en større og bredere erkendelse af de utallige måder, hvorpå tingene hænger sammen på det pengepolitiske område, og dermed i sidste instans til en mere effektiv pengepolitik.

Litteratur

- ESKESEN, LARS. 1972. Administrationsudgifter op med over 20 procent. *Sparekassen*, april 1972, pp. 108-9.
- LOTZ, JØRGEN. 1971. *Techniques of measuring the effects of fiscal policy*. OECD Economic Outlook, Occasional Studies, Paris.
- PEDERSEN, JØRGEN OG CARL E. SØRENSEN, 1950. Hvordan reagerer bankerne. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 88:93-124.
- THYGESEN, NIELS. 1971. *The sources and the impact of monetary changes*. Københavns Universitets Økonomiske Institut, Studier, nr. 17. København.
- DET ØKONOMISKE SEKRETARIAT. 1970. *Økonomisk årsoversigt 1970*. København.
- ØLGAARD, ANDERS. 1971. En disputats om dansk pengepolitik. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 109:76-96.