

de afgørende problemer, som der må tages stilling til.

For det første om man skal have store fondsdannelser, og af hvem og hvorledes de skal styres. Sociale sikringsordninger som ATP bygger på sådanne store fondsdannelser, men behøver af den grund intet at have med ØD at gøre og har det heller ikke.

For det andet kan man sigte på en ændret ejendomsfordeling af den i erhvervslivet investerede kapital, og det er givet, at her er vi ved et centralt punkt i ethvert ØD-forslag. Afgørende er det, om man ønsker en kollektiv ejendomsret for alle i virksomheden ansatte eller en slags andelsbeviser af personlig karakter. Mange kombinationer kan her tænkes også med hensyn til udbetalingen af den opsparede kapital.

Sammenhængende med disse problemer findes for det tredje mange forslag om medindflydelse og eventuel beslutningsdeltagelse i virksomhedens drift særlig med hensyn til investeringer. Meget kan nås gennem de bestående samarbejdsudvalg, men får de betydning uden del i ejendomsretten til virksomheden og giver det ansvar uden en sådan del i ejendomsretten?

For det fjerde har man med oprettelsen af kapitalmarkedsrådet i 1971 sikkert tænkt sig at få del i en central styring af samfundets samlede kapitalanvendelse. Rådet har ingen betydning fået, men som en anden Roosewelt har man ikke opløst det. Skade gør det vel kun i det omfang, at nogen tillægger det en betydning, der træder hindrende i vejen for andre fornuftige tankegange.

Da befolkningen ikke synes at ville give afkald på de tilvante stigninger i det private forbrug, og opsparingen ikke øges, for-

di den overflyttes fra en part til en anden, vil den nødvendige øgede opsparing for det femte kun kunne finde sted, hvis ØD føres ud i livet på en sådan måde, at den samlede produktion forøges mere end den ellers ville have gjort, og de ansatte - alle lønmodtagere - er villige til i en årrække at lade den øgede produktionsandel, som tilfalder dem, forblive indestående i erhvervslivet.

Det hævdes, at Kardinal Caraffa, pave Poul den IV's legat skal have sagt: *Populus vult decipi, decipiatur*, men gamle Horats sagde allerede: *Populus me sibilat; at mihi plaudo*. I ældre tider var teologerne også en slags latinere, så her er noget for cand. theol. Poul Hartling at leve op til.

Viggo Kampmann

Hvor er kapitalmarkedet blevet af i PP II?

1. Kommentarerne i det følgende sigter især på kapitlerne 32.G: Banker, sparekasser og forsikringsselskaber, 34: Investeringsbehov og kapitaldannelse og 41: Beskatnings- og finansieringsproblemer. Da jeg tog fat på at læse PPII, nærrede jeg den forventning, at disse tre afsnit tilsammen ville give læseren et godt overblik over nogle perspektiver for udviklingen på det danske kapitalmarked frem til 1987. Den stærke understregning i redegørelsens sammenfatnings-kapitel (p. 642) af, hvor centralt et problem det i de kommende år vil blive at forsyne virksomhederne med kapital, bidrog yderligere til at skrue mine forventninger i vejret.

Jeg må desværre konstatere, at mine forventninger til dels er blevet skuffet. Det er efter min opfattelse ikke lykkedes for forfatterne til de tre afsnit at få de kapital-

de afgørende problemer, som der må tages stilling til.

For det første om man skal have store fondsdannelser, og af hvem og hvorledes de skal styres. Sociale sikringsordninger som ATP bygger på sådanne store fondsdannelser, men behøver af den grund intet at have med ØD at gøre og har det heller ikke.

For det andet kan man sigte på en ændret ejendomsfordeling af den i erhvervslivet investerede kapital, og det er givet, at her er vi ved et centralt punkt i ethvert ØD-forslag. Afgørende er det, om man ønsker en kollektiv ejendomsret for alle i virksomheden ansatte eller en slags andelsbeviser af personlig karakter. Mange kombinationer kan her tænkes også med hensyn til udbetalingen af den opsparede kapital.

Sammenhængende med disse problemer findes for det tredje mange forslag om medindflydelse og eventuel beslutningsdeltagelse i virksomhedens drift særlig med hensyn til investeringer. Meget kan nås gennem de bestående samarbejdsudvalg, men får de betydning uden del i ejendomsretten til virksomheden og giver det ansvar uden en sådan del i ejendomsretten?

For det fjerde har man med oprettelsen af kapitalmarkedsrådet i 1971 sikkert tænkt sig at få del i en central styring af samfundets samlede kapitalanvendelse. Rådet har ingen betydning fået, men som en anden Roosewelt har man ikke opløst det. Skade gør det vel kun i det omfang, at nogen tillægger det en betydning, der træder hindrende i vejen for andre fornuftige tankegange.

Da befolkningen ikke synes at ville give afkald på de tilvante stigninger i det private forbrug, og opsparingen ikke øges, for-

di den overflyttes fra en part til en anden, vil den nødvendige øgede opsparing for det femte kun kunne finde sted, hvis ØD føres ud i livet på en sådan måde, at den samlede produktion forøges mere end den ellers ville have gjort, og de ansatte - alle lønmodtagere - er villige til i en årrække at lade den øgede produktionsandel, som tilfalder dem, forblive indestående i erhvervslivet.

Det hævdes, at Kardinal Caraffa, pave Poul den IV's legat skal have sagt: *Populus vult decipi, decipiatur*, men gamle Horats sagde allerede: *Populus me sibilat; at mihi plaudo*. I ældre tider var teologerne også en slags latinere, så her er noget for cand. theol. Poul Hartling at leve op til.

Viggo Kampmann

Hvor er kapitalmarkedet blevet af i PP II?

1. Kommentarerne i det følgende sigter især på kapitlerne 32.G: Banker, sparekasser og forsikringsselskaber, 34: Investeringsbehov og kapitaldannelse og 41: Beskatnings- og finansieringsproblemer. Da jeg tog fat på at læse PPII, nærrede jeg den forventning, at disse tre afsnit tilsammen ville give læseren et godt overblik over nogle perspektiver for udviklingen på det danske kapitalmarked frem til 1987. Den stærke understregning i redegørelsens sammenfatnings-kapitel (p. 642) af, hvor centralt et problem det i de kommende år vil blive at forsyne virksomhederne med kapital, bidrog yderligere til at skrue mine forventninger i vejret.

Jeg må desværre konstatere, at mine forventninger til dels er blevet skuffet. Det er efter min opfattelse ikke lykkedes for forfatterne til de tre afsnit at få de kapital-

markedsprospektiver, de muligvis har inde i hovedet, ned på papiret. Dette skal ikke forstås således, at der ikke står en masse interessante ting i de enkelte afsnit, for det gør der. Min indvending går især på, at de tre afsnit ikke rigtig hænger sammen.

Selvfølgelig er de statistiske forudsætninger for at tilvejebringe et overblik over vækstprocessens finansielle sider dårlige. Problemer i empirisk henseende har imidlertid ikke holdt forfatterne tilbage på mange andre punkter, hvor man har arbejdet sig frem ad den eneste fornuftige og farbare vej, nemlig ved at opstille simple og eksplícite forudsætninger, når empirisk funderede skøn ikke kunne skaffes.

De talmæssige resultater, der kommer ud af sådanne anstrengelser, er naturligvis højst tvivlsomme. Deres værdi ligger primært på det pædagogiske plan.

Jeg skal i det følgende prøve at begrunde, hvorfor forfatterne efter min opfattelse netop for at opnå en bedre pædagogisk effekt med fordel kunne være gået videre med at opstille simple forudsætninger også vedrørende det finansielle adfærdsmønster i den private sektor. Det skal endvidere søges påvist, at hvis man ikke således går videre, fortaber man i realiteten chancen for at få kapitalmarkedet med som et integreret led i perspektivplanlægningen.

2. De vigtigste ingredienser i kapitel 34 om investeringsbehov og kapitaldannelse er en makroproduktionsfunktion af Cobb-Douglas-typen, nogle langtidsoopsparingsfunktioner og nogle antagelser om de fremtidige forskydninger i faktorproportionerne. For byerhvervenes vedkommende forudsætter man, at bruttofaktoringkomsten i faste priser skal vokse med godt 4 pct. om

året, at arbejdsstyrken vil falde med 1 pct. om året, og at arbejdsproduktiviteten på grund af tekniske fremskridt m.v. vil vokse med 5 pct. om året. Beregningerne på produktionsfunktionen, som naturligvis ledsages af en lang række forbehold, tjener derefter til at give svar på spørgsmålet om, hvor hurtigt erhvervslivets kapitalapparat skal vokse gennem tiden. Det antages, at investeringerne i boligbyggeri vil stabilisere sig på et lidt lavere niveau end i 1972. Når man derefter kombinerer det beregnede investeringsforløb med de forudsatte opsparringsfunktioner, bliver resultatet i 1977 et opsparringsunderskud for den private sektor under et på mellem 10 og 15 mia kr. i 1972 priser.

3. Det kan for det første godt undre lidt, at man ikke i kapitel 34 vover pelsen og sætter nogle tal på det offentlige og udlandets opsparringsoverskud for 1977. Inspiration hertil ville man i givet fald kunne hente på p. 629, hvor der er et regnecksempel, der forudsætter stort set balance på betalingsbalancens løbende poster i 1977. Ville man understrege usikkerheden i antagelsen om løbende udenrigsøkonomisk balance, kunne man jo have tilføjet et par eksempler med underskud, som så ville stille tilsvarende større krav til den offentlige opsparring. Det ville også have været muligt at hente inspiration i kapitel 41 f.eks. på p. 394, hvor det konstateres, at der må regnes med overbudgettering på de offentlige finanser gennem 1970'erne.

4. Den anden indvending går dybere. Opsparingsoverskud og opsparringsunderskud viser kun nettostørrelsen af de enkelte sektorer finansielle opsparring henholdsvis

gældsstiftelse i en periode. De finansielle transaktioner mellem sektorerne i en periode opgjort på bruttobasis vil imidlertid altid være langt større.

Hertil kommer, at der i de kvantitative afsnit i kapitel 34 i reglen kun arbejdes med fire sektorer, nemlig lønmodtagersektoren, den private restsektor, den offentlige sektor og udlandet. Der er med andre ord ingen privat finansiell sektor.

I kapitel 32.G findes der bl.a. skøn over, hvor mange betalingstransaktioner, der vil passere pengeinstitutterne i 1980. Skulle man have kædet den fremtidige aktivitet i pengeinstitutterne sammen med investorernes og sparerens dispositioner, ville det være nødvendigt at arbejde med bruttotransaktioner og at opstille nogle forudsætninger om virksomhedernes, husholdningernes og kommunernes adfærd i forhold til bankindlån og -udlån, obligationer og realkreditlån osv. Forfatterne viger imidlertid tilbage for at gøre nogle antagelser om den finansielle adfærd.

Det kan også undre lidt, at forfatterne i kapitel 34 slet ikke finder anledning til at nævne pengepolitikken. Det ville dog være fristende at lave et sæt beregninger vedrørende perspektiverne for den finansielle struktur ud fra nogle forudsætninger f.eks. om, at udlånsloftet vil blive forhøjet med 5 pct. om året, at renten i udlandet fortsat vil være lavere end renten i Danmark, at lånegrænserne for realkreditlån vil blive fastholdt på det nuværende niveau osv. Hvis man på den måde havde indført en finansiell sektor og opstillet nogle grove forudsætninger om den fremtidige pengepolitik, ville man også kunne have tildelt Nationalbanken en lidt mere fremtrædende plads i kapitel 34. Det forekommer lidt lø-

jerligt, at Nationalbankens eneste plads i et så centralt kapitel er, at bankens overskud forøger den offentlige sektors opsparingsoverskud.

5. Man kan muligvis hævde, at beregninger af finansiell karakter først og fremmest ville have interesse for pengeinstitutterne og realkreditinstitutternes egne folk, idet de ville opnå at se deres egne funktioner indplaceret i en større samfundsmæssig sammenhæng.

Muligvis er hensynet til funktionærerne i de finansielle institutioner en tilstrækkelig begrundelse for at gennemføre dette beregningsarbejde. Forholdet er imidlertid det, at man også ved at indføre en finansiell sektor og antagelser om den finansielle adfærd ville opnå bedre muligheder for at analysere samspillet mellem realøkonomiske og monetære forhold og mellem betalingsbalancens kapitalposter og penge- og kreditvilkårene i Danmark.

Det må selvfølgelig indrømmes, at prognoserne for den realøkonomiske udvikling må være det primære i perspektivplanlægning, og de finansielle prognoser det sekundære. Man kan blot ikke deraf tillade sig at slutte, at der ikke er nogen grund til at tage hensyn til feed-back-virkninger fra kapitalmarkedet til de realøkonomiske variable og betalingsbalancen. Når man læser kapitel 34 og sætter teksten i relation til den pengepolitik, der er blevet ført i Danmark siden 1969, springer det især i øjnene, at det benyttede oplæg med opsparingsoverskud og -underskud drejer forfatterens tanker helt væk fra pengepolitikken virkning på den private kapitalimport. Med de i PPII benyttede forudsætninger om fortsat høj økonomisk aktivitet burde en af de sidste be-

mærkninger i kapitel 34 efter min opfattelse have været, at den forventede kraftige forøgelse af erhvervslivets investeringsaktivitet i forening med de noget tvivlsomme udsigter for den private opsparing sandsynligvis vil medføre, at der fortsat må føres en forholdsvist kontraktiv pengepolitik i Danmark. En følgevirkning heraf kan blive, at en betydelig del af erhvervsinvesteringerne også fremover vil blive finansieret ved optagelse af lån i udlandet.

6. Også i PPII's sammenfatningskapitel fører kapitalmarkedet og pengepolitikken en underlig skyggetilværelse. På p.644 tales der om, at der kan blive problemer med finansieringsformidlingen, når den voksende offentlige opsparing skal kanaliseres tilbage til virksomhederne. Det ville dog være nærliggende, om forfatterne i den forbindelse havde peget på, at man hidtil i reglen har ladet Nationalbanken neutralisere statsfinansernes kontraktive likviditetsvirkning gennem obligationskøb, og at denne kombination af penge- og finanspolitik i og for sig godt fortsat kan anvendes. Som bekendt giver Nationalbankens obligationskøb direkte anledning til stigning i pengeinstitutternes kasse, og hvis man lemper udlånsloftet, behøver man såmænd ikke at være bekymret, hvad angår kreditformidlingen til erhvervslivets investeringer.

7. Hvad er mon den egentlige forklaring på, at kapitalmarkedet er blevet flyttet helt ud i kulissen i PPII? Kan det tænkes, at forfatterne til redegørelsen er blevet så trætte af de senere års intensive debat i Danmark om kapitalstyring, udlånsloft, realkreditreform, pantebrevsmarked, finansieringsselskaber, kapitalmarkedsråd, valuta-

bestemmelser osv., at de besluttede sig for i hvert fald ikke at gøre for meget ved de finansielle forhold? Det er ikke til at vide. Resultatet er imidlertid, at PPII efterlader det indtryk hos læseren, at pengepolitikken og de institutionelle forhold på kapitalmarkedet ikke har nogen væsentlig betydning for ressourceanvendelsen og betalingsbalancen. Det kan da godt være, at de senere års danske debat om politisk styring af kapitalmarkedet til tider har overdrevet de finansielle faktoreres betydning. Til gengæld må man nok sige, at PPII går i den modsatte grøft og undervurderer pengepolitikken og kapitalmarkedets rolle i det samfundsøkonomiske udviklingsforløb.

Morten Balling

*Institut for Finansiering og Kreditvæsen,
Handelshøjskolen i Århus*

Banker og sparekasser

1. Egentlig forekommer det overraskende, at kapitlet om banker og sparekasser er placeret som et »erhvervskapitel«. Det kan da ikke være på grund af arbejdsstyrkens størrelse, at dette »erhverv« er medtaget. Det skulle vel snarere være på grund af den centrale placering, pengeinstitutterne har i betalings- og kreditformidlingen. I denne sammenhæng er det besynderligt, at realkreditinstitutterne ikke nævnes.

Placeringen som erhvervskapitel har på afgørende måde præget fremstillingen, idet pengeinstitutsektoren opfattes næsten helt isoleret fra de øvrige betragtninger om den økonomiske udvikling, ligesom kapitlet så godt som intet nævner om det offentlige muligheder for at påvirke »kanaliseringen af opsparingen til de forskellige sektorer« (citater fra PPII's kommissorium, s.6). Med