NYE SIGNALER I ENGELSK PENGEPOLITIK

Af HEINRICH SCHLEBAUM LARSEN

Slutningen af 1951 og året 1952 bragte en principiel ændring i den engelske regerings pengepolitik. I slutningen af 1951 opgav man „de billige penges politik", som var indledt i 1932 og som siden da med kun korte afbrydelser havde været den engelske regerings politik. Denne principielle ændring medførte ikke nogen kraftig renteforhøjelse i den første periode, men den betragtedes alligevel som værende betydningsfuld. I de forløbne tyve år havde erhvervslivet og bankerne haft nogenlunde sikkerhed for, at de kunne sikre sig den ønskede likviditet uden at rentebyrden derved ville være af nogen betydning. Selv om ændringen i pengepolitiken ikke medførte nogen øjeblikkelig forhøjelse af renten, så må det dog antages i sig selv at virke i kreditbegrænsende retning, at denne sikkerhed ophørte. Rækkevidden af denne ændring vil næppe forstås uden på baggrund af en kort gennemgang af visse sider af det engelske kreditsystem. En sådan vil derfor her indlede en kort historisk redegørelse for de billige penges politik. Derefter vil følge en nærmere redegørelse for de ovenfor omtalte ændringer i denne politik.

Det engelske pengemarked.

Som her i landet er også i England bankerne de egentlige kreditskabende institutioner, men de bliver i England i et vist omfang suppleret af *vekselmæglere,* som låner bankernes midler på meget kort sigt og anbringer dem på lidt længere sigt. Deres væsentligste indtægt er rentemarginen mellem de to anbringelsesformer.

Bankerne anbringer fortrinsvis deres midler i *udlån* og *obligationer,* som er de aktiver, bankerne har deres renteindtægter af. Disse aktiver udgør normalt 70 pct. af indskuddene i bankerne, medens beløb, svarende til 30 pct. af bankernes indskudsforpligtelser, holdes i *likvid form.* Dette forhold mellem egentlige anbringelser og likvide aktiver er en af ledetrådene i engelsk pengepolitik, idet alle tendenser i retning af at bringe de likvide aktiver ned under 30 pct. af indskudsforpligtelserne vil blive mødt af kreditstramning fra bankernes side. Disse 30 pct. er imidlertid ikke det eneste likviditetsforhold, bankerne tager i betragtning. Det er tillige en fast praksis, som bl. a. af hensyn til bankernes prestige overholdes meget strengt, at 8 af de 30 pct. skal være egentlig

kontant kasse. (Tidligere var procenten 10, men da man var kommet ind på ved hjælp af forskellige posteringsmåder at få kassen til at tage sig større ud, end den egentlig var, enedes bankerne under krigen om at sætte procenten ned til 8 og så undlade denne „vinduespyntning", som den kaldtes).

Da de *likvide aktiver* spiller en så afgørende rolle for bankernes kreditpolitik, skal de her omtales lidt nærmere. De består, foruden af *kasse,* af *veksler* (hovedsageligt finansministeriets Treasury Bills) og *anfordringsudlån,* d. v. s. udlån til vekselmæglere, hvor tilbagebetaling kan kræves med dags varsel. Bankerne kan i et vist omfang anvende handelsveksler som likviditetsreserve, idet vekslerne kan likvideres ved forfaldstid. Derimod spiller rediskontering ikke nogen stor rolle for bankernes vurdering af vekslernes likviditet. En engelsk bank ville anse det for et stort prestigetab, hvis en veksel med dens navn på skulle blive rediskonteret. Det ville hos alle give banken et stempel for illikviditet. Derimod kan det gøre Treasury Bills mere likvide, hvis Bank of England erklærer sig villig til at købe dem med en lav diskonto. I perioder, hvor et sådant løfte ikke foreligger, må banken derfor sikre sig en anden form for likviditetsreserve, som øjeblikkeligt kan mobiliseres, hvis kassen truer med at gå under de nævnte 8 pct. En sådan reserve udgør anfordringsudlånene til vekselmæglerne.

Vekselmæglerne låner anfordringspenge i bankerne og anbringer midlerne enten i forretningsveksler eller i Treasury Bills. De penge, som lånes, er bankernes overskudskasse, og de lånes som nævnt på de vilkår, at bankerne kan kræve lånet tilbagebetalt med dags varsel, hvis kassen atter skulle svinde. Denne ret for bankerne ville naturligvis være illusorisk, hvis vekselmæglerne ikke havde en sikkerhedsventil, hvorigennem de kunne skaffe sig de nødvendige midler til tilbagebetaling. Pengene er jo lånt ud på 3, 6 eller 9 måneder. Vekselmæglerne kan imidlertid altid få deres veksler rediskonteret i Bank of England til den på tidspunktet gældende diskonto. Bankerne kan således *indirekte,* gennem vekselmæglerne, foretage *rediskontering,* og på denne måde bliver Bank of Englands diskonto medbestemmende for kreditvilkårene og for vekselmæglernes diskonto.

I moderne tid udgør Treasury Bills største parten af bankernes og vekselmæglernes vekselbeholdning, og handelsvekslerne indtager en mere beskeden plads. Lige så vigtig som diskontoen for almindelige veksler bliver derfor Bank of Englands vilje eller uvilje til at købe Treasury Bills og den diskonto, hvortil det i givet fald vil ske. Jo strammere kurs centralbanken fører overfor de to papirtyper, desto strammere må også bankernes kreditpolitik blive.

Betingelser for opretholdelse af et lavt renteniveau.

Dette korte rids af strukturen i det engelske kreditsystem angiver også betingelserne for, at man i England kan holde en lav rente på langfristede obligationer og på bankernes egentlige udlån. Der må for det første drages omsorg for, at der findes en *tilstrækkelig mængde likvide aktiver,* d. v. s. veksler og Treasury Bills, som bankerne og vekselmæglerne kan placere deres korte

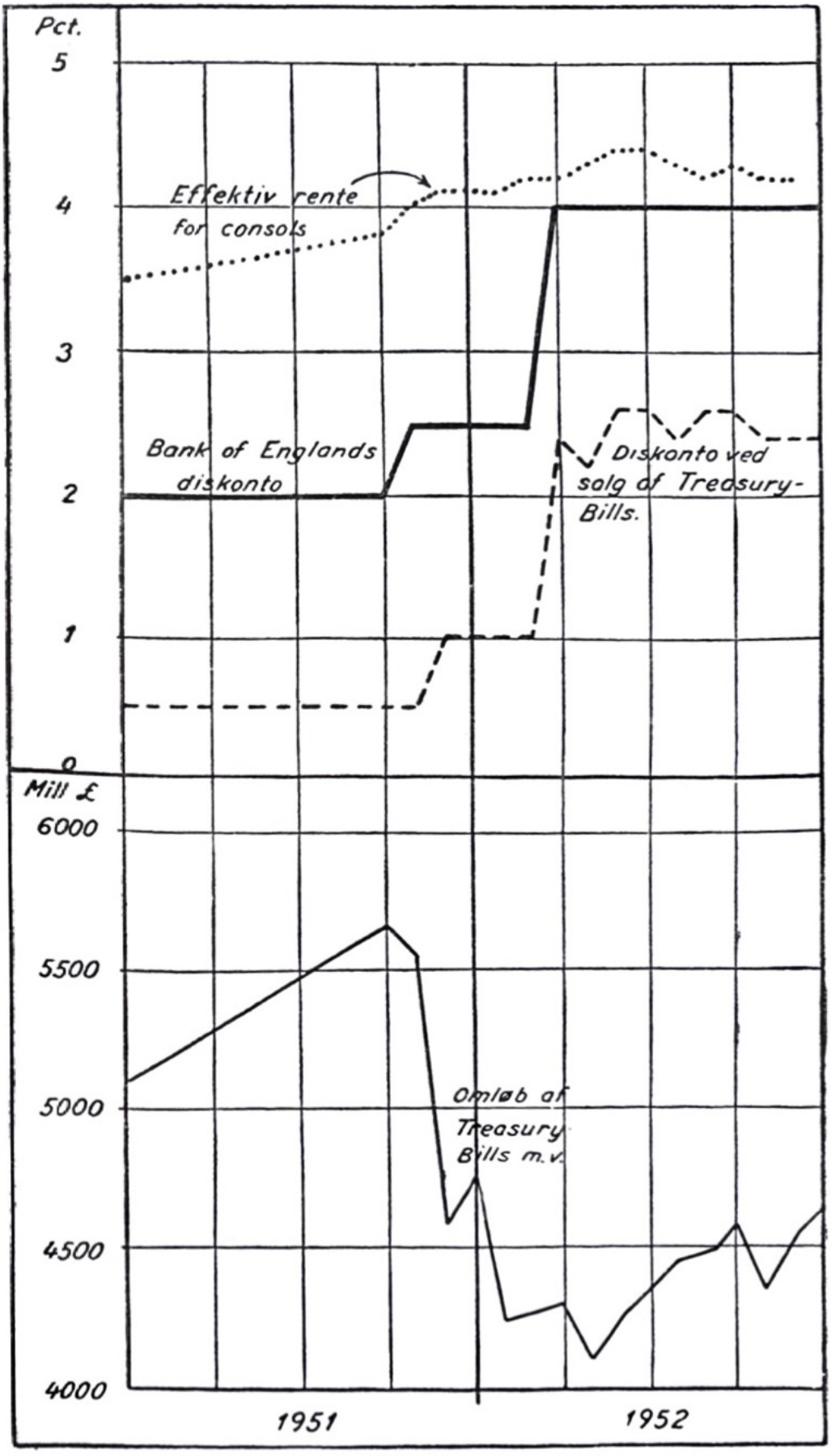
penge i. Hvis beholdningen af disse aktiver er for ringe i forhold til mængden af langfristede obligationer og til publikums ønsker om at låne i bankerne på lidt længere terminer, vil bankerne være tilbageholdende over for udlån og obligationskøb (for at sikre, at beholdningen af veksler og egentlig kasse udgør de omtalte 30 pct.), hvilket vil påvirke renten for begge kredittyper i opadgående retning. Regeringen kan af de likvide aktiver direkte kun påvirke mængden af Treasury Bills, og en forøgelse af mængden af Treasury Bills vil derfor være et vigtigt led i en politik, som tilstræber et lavt renteniveau. Dette kan via statsfinanserne ske på to måder: Staten kan konvertere langfristede statsobligationer til Treasury Bills. Herved sker både en formindskelse af obligationsmængden og en forøgelse af Treasury Bills, som kan tjene som likviditetsreserve for bankerne. Begge dele vil virke i retning af en rentesænkning. Eller staten kan forøge sine udbetalinger ud over indbetalingerne til staten. Medens sådanne merudbetalinger i Danmark ofte finansieres ved træk på statens konti i Nationalbanken, dækkes de i England traditionelt ved salg af Treasury Bills. Som det fremgår af det foran sagte, virker en forøgelse af mængden af Treasury Bills i England imidlertid som en likviditetsforøgelse på samme måde som en forøgelse af pengemængden gør det i Danmark.

En forøgelse af mængden af Treasury Bills er imidlertid ikke tilstrækkeligt til at sikre en lav rente. Bankerne og vekselmæglerne må også føle en vis sikkerhed for, at de hurtigt og uden større tab kan *ombytte deres likvide aktiver med kasse,* således at bankernes ovenfor omtalte 8-pct. regel kan overholdes, selv om der sker pludselige udtræk. Det vil sige, at Bank of England (som den eneste, der i sidste instans kan forsyne markedet med kasse) må give en garanti af mere eller mindre formel karakter om, at veksler vil blive rediskonteret og Treasury Bills købt til en lav diskonto, hvis det skulle blive nødvendigt for bankerne eller vekselmæglerne at gå til Bank of England.

„De billige penges politik".

Frem til september 1931 opretholdt England guldfoden, og rentepolitiken førtes efter de traditionelle retningslinjer. Det var dens opgave at styre den økonomiske udvikling på en sådan måde, at guldfoden kunne opretholdes. Renten varieredes derfor efter udviklingen på betalingsbalancen overfor udlandet: Lav, når der var overskud, høj, når der var underskud. Bortset fra kortvarige udsving lå renten på uamortisable statsobligationer (Consols) i perioden frem til 1931 omkring 4½ pct. Bank of Englands diskonto variede mellem 4½ og 5½ pct., og bankens køb af Treasury Bills betingedes af en diskonto på sædvanligvis 4–5 pct.

Da England i 1931 opgav guldfoden, blev rentepolitiken løsrevet fra valutapolitiken. Man kunne nu i højere grad tage hensyn til andre forhold ved fastlæggelsen af renteniveauet. Det motiv, som i første omgang blev dominerende, og som skabte „de billige penges politik", var ønsket om at mindske statsbudgettet ved at nedbringe udgifterne til forrentning af statsgælden. Først senere fik man øje for, at den lave rente også kunne indgå i bestræbelserne for at skabe højere beskæftigelse.


Pct.
5
4
3
2
1
0
Effektiv rente for consols
Bank of Englands diskonto
Diskonto ved solg af Treasury-Bills.
Mill £
6000
5500
5000
4500
4000
Omløb af Treasury Bills m.v.
1951
1952

I 1932 sænkede Bank of England sin diskonto til 2 pct., og på dette niveau har den, bortset fra en kort periode omkring krigsudbruddet i 1939, ligget frem til slutningen af 1951. I samme periode har bankens diskonto ved køb af Treasury Bills varieret mellem 0.5 og 1 pct. Banken har oprettet en særlig institution, The special buyer, som til stadighed har været rede til at afkøbe forretningsbankerne Treasury Bills til de nævnte satser. Diskontosænkningerne blev ledsaget af, at finansministeriet ombyttede store mængder af den langfristede statsgæld med Treasury Bills, og der indledtes ret hurtigt et gradvist fald i renten på Consols. Tidligt i 1932 faldt renten til 3½ pct. og derefter gradvis til 3 pct. i 1934–36. Derefter fulgte en svag stigning op til 4 pct. ved udbruddet af den anden verdenskrig. Under krigen faldt renten atter. I 1941 nåede den ned på 3 pct. og i 1946 på 2½ pct. Derefter steg den igen gradvis, indtil den i 1950 var nået op på 3½ pct.

Rentesænkningen var som nævnt begyndt som en statsfinansiel besparelsesforanstaltning, og først senere trængte dens virkninger på beskæftigelsen frem som en selvstændig motivering. I de første år er det vel også tvivlsomt, hvor kraftige de beskæftigelsesfremmende virkninger har været. Veksellån blev billigere, ligesom det også blev lettere og billigere at få almindelige banklån. Derimod synes de låneformer, der har betydning for langvarige investeringer, kun langsomt at have fulgt med i rentesænkningen. Finansiering af private investeringer gennem obligationslån spiller praktisk taget ingen rolle i England. Selve sænkningen af obligationsrenten kom således netop i første række staten tilgode.

Efterhånden slog de billige penges politik dog også igennem overfor de private investeringer, og når den blev opgivet i 1951, var det netop med den motivering, at den lave rentes stimulerende virkning på beskæftigelsen nu betød en fare for Englands økonomi. Der var i forvejen fuld beskæftigelse, og en yderligere stimulering af efterspørgselen kunne derfor kun betyde et fortsat pres på priserne og den i forvejen anstrengte valutastilling. Det foran sagte kunne forstås derhen, at rentepolitiken først efter længere tid slår igennem overfor de private investeringer. Det synes imidlertid kun at gælde en rentesænkning. De forskellige finansieringsinstitutioner reagerer betydeligt hurtigere overfor en renteforhøjelse.

Den nye pengepolitik.

I november 1951 ændredes dette system, selv om den øjeblikkelige renteforhøjelse som nævnt kun blev minimal. Bank of England forhøjede sin diskonto til 2½ pct. Måske mere betydningsfuldt var, at det blev gjort klart, at „the special buyer" ikke længere automatisk ville afkøbe bankerne deres Treasury Bills til en lav diskonto, men at bankerne i de enkelte tilfælde kunne blive tvunget til at gå mere formelt til Bank of England og afhænde sine Treasury Bills på de vilkår, denne i de enkelte tilfælde måtte bestemme. Diskontoen for Treasury Bills ved salg til banken sattes iøvrigt til 2 pct. Endelig foretoges en konvertering fra Treasury Bills til lån med eet, to eller tre års løbetid. Der blev udbudt 1000 mill. £ af disse lån, som kun kunne tegnes mod betaling med Treasury Bills og kun i poster på over 5000 £.

Gennem disse transaktioner havde man skabt et pres opad på renten, idet man havde strammet på alle de punkter, der, som omtalt ovenfor, var af betydning for den lave rente. Samtidig havde man tilkendegivet, at renten i fremtiden ikke kunne betragtes som fastlåset, men at rentepolitiken ville blive anvendt som et aktivt økonomisk-politisk middel.

Diagrammet illustrerer udviklingen på det engelske pengemarked gennem 1952. Foranstaltningerne medførte straks et stærkt fald i mængden af de papirer, som danner grundlag for pengemarkedet. Den diskonto, til hvilken markedet optager Treasury Bills steg lige så meget, som diskontoen var blevet forhøjet. I marts 1952 forhøjedes diskontoen yderligere fra 2.5 til 4 pct., og renten for Treasury Bills steg tilsvarende.

Den indtrufne stramning har uden tvivl også berørt bankernes långivning til private, hvorimod renten på Consols (uamortisable statsobligationer) kun er steget ganske lidt.

Kreditstramningen har således væsentligst ramt den kortfristede långivning. Der er imidlertid god grund til at forvente, at renten på sådanne lån ikke spiller nogen stor rolle som omkostning for erhvervslivet. For lagerinvesteringen og for andre kortfristede investeringer spiller det kun en ringe rolle, om man skal betale et par pct. mere eller mindre i rente af et lån, hvis f. eks. stærke prissvingninger giver incitament til at gennemføre investeringerne. Under mere rolige forhold (som f. eks. de nuværende) kan den nye pengepolitik imidlertid have betydelige psykologiske virkninger gennem den usikkerhed, den skaber både for långiveren og låntageren. Dette forhold understreges stærkt af engelske økonomer. Pengepolitiken skal herefter ikke så meget virke derved, at renten i dag er noget højere, end den var tidligere. Den skal først og fremmest virke derved, at sikkerheden m. h. t. rentens fremtidige højde er fjernet.

Ændringen i pengepolitiken har samtidig medført en betydelig finansiel belastning for staten. Betydelige mængder af Treasury Bills er ombyttet med højere forrentede, langfristede statsobligationer, samtidig med, at renten på den kortfristede gæld er steget med ca. 2 pct. Efter et groft skøn er der herved påført statskassen en årlig merudgift på 150–200 mill. kr. De voksende statsudgifter er begyndt at forurolige, og det er ikke usandsynligt, at frygten for en yderligere stigning vil bevirke, at man viger tilbage for at gennemføre yderligere renteforhøjelser. Engelske økonomer er nu begyndt at diskutere andre midler til yderligere stramning af kreditten, hvis en sådan stramning skulle blive nødvendig. Denne risiko for forøgelse af statens rentebyrde ved en rentestigning spiller næppe den samme rolle i Danmark som i England. Her i landet har hovedparten af statsgælden en forholdsvis længere løbetid end i England. Hvis en renteforhøjelse er kortvarig, vil det derfor kun være en forholdsvis lille del af statsgælden, der skal fornyes ved det høje renteniveau. I England spiller Treasury Bills som nævnt en stor rolle, hvorfor en rentestigning i løbet af få måneder fører til øgede renteudgifter for staten. Til gengæld vil en rentesænkning også hurtigere medføre en statsfinansiel lettelse.