



Innhold:

Høstkonferansen 1980

Penge- og
kredittpolitikken
i 1980-årene

God Jul

SOSIALØKONOMEN

Nordisk økonomisk forskningsråd søker sekretær

Nordisk Ministerråd har opprettet Nordisk økonomisk forskningsråd. Konstituerende møte i Forskningsrådet ble holdt i oktober 1980. Forskningsrådet skal ha som oppgave å fremme nordisk økonomisk samarbeid. Dette skal skje ved at det bl.a. gis støtte til analyser og utredninger om den gjensidige avhengighet mellom de nordiske land og om forutsetningene for et nærmere økonomisk samarbeid. Dette gjelder så vel stabiliseringspolitikken som de mer langsiktige vekstspørsmål. I 1981 er det bevilget norske kroner 1 000 000 til Forskningsrådet.

Nordisk økonomisk forskningsråd skal ansette en sekretær, i første omgang for 1 år i deltidstilling. En kan også vurdere heltidstilling. Sekretærens oppgave vil bestå i

- administrasjon av Forskningsrådets arbeid,
- forskning innenfor Forskningsrådets forskningsprogram,
- kontakt/koordinering av Forskningsrådets prosjekter.

Sekretariatet vil bli lagt til Oslo.

Det vil i vurderingen av søkerne bli lagt stor vekt på forskningskompetanse i økonomi samt administrative evner. Stillingen avlønnes i det norske statsregulativ l.tr. 25–27 etter kvalifikasjoner.

Interesserte søkere kan kontakte Forskningsrådets formann, professor, dr. polit. Anders Ølgaard, Økonomisk Institut ved København Universitet, tlf. (095.451)15 21 66 eller i Oslo forskningssjef Olav Bjerkholt tlf. (02) 41 38 20 eller byråsjef Jan Fredrik Qvigstad, tlf. (02) 11 98 26, for nærmere opplysninger.

Søknadsfrist 31. desember 1980.

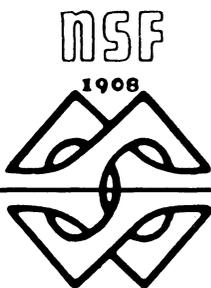
Søknadene sendes:

NORDISK MINISTERRÅD,

Sekretariatet,

Postboks 6753 St. Olavs pl,

Oslo 1



SOSIALØKONOMEN

Nr. 10. 1980 årgang 34

INNHold

HØSTKONFERANSEN 1980

| | |
|--|----|
| LEIF ASBJØRN NYGAARD: Åpning av konferansen | 3 |
| ULF SAND: Enkelte trekk ved norsk økonomi i 1980-årene | 4 |
| NIELS THYGESEN: Penge- og kredittpolitiske utviklings- tendenser i andre land | 9 |
| ERLING STEIGUM JR.: Norsk penge- og kredittpolitikk i perspektiv | 15 |
| THORVALD MOE: Enkelte hovedpunkter i norsk penge- og kredittpolitikk framover | 23 |
| PETER ERLING NIELSEN: Danske erfaringer med et frit obligasjonsmarked | 29 |
| SVERRE W. ROSTOFT: Synspunkter på den kredittpolitiske styring og bankenes rolle | 33 |
| HERMOD SKÅNLAND: Sentralbankens rolle i den økonomisk- politiske styringsprosess | 37 |
| LEIF TERJE LØDDESLØL: Kapitaleksport og kredittinstitusjonenes rolle | 44 |
| NIELS THYGESEN: Norsk penge- og kredittpolitik set udefra | 51 |

Redaksjon:

Michael Hoel
Arne Jon Isachsen
Morten Reymert
Asbjørn Rødseth

Redaksjonsutvalg:

Tormod Andreassen
Finn Anonsen
Jarle Berge
Kristen Knudsen
Knut Arild Larsen
Jørn Rattsø
Henning Strand
Steinar Strøm
Arild Sæther
Aina Uhde
Per Halvor Vale
Stein Østre

SOSIALØKONOMEN
ISSN 0038-1624
Utgitt av
Norske Sosialøkonomers
Forening
Formann:
Leif Asbjørn Nygaard

Medlem av Den Norske
Fagpresses Forening

Utkommer med 10 nummer
pr. år, den 15. hver måned
unntatt juli og august.
Veiledning for bidragsytere:
Se siste side.

Sekretariat:

Storgt. 26 IV
OSLO 1
Telefon 20 22 64

Abonnementpris kr. 115.-
pr. år. Enkeltnummer kr. 13.-

ANNONSEPRISER (EKSKL. MOMS):

| | |
|----------------|---------|
| 1/1 Side | 1 325,- |
| 3/4 side | 1 050,- |
| 1/2 side | 700,- |
| 1/3 side | 500,- |
| 1/4 side | 400,- |

Farvetillegg: kr. 600,- pr. ekstra farve.

Tillegg for utfallende format: 10%

Bilagspriser oppgis på forespørsel.
Prisene er eksklusive klisjearbeid.
Tidsfrist: Innen 5. i utgivelsesmåneden.
Klisjeraster: Omslag 40 linjer.
Innmat 48 linjer.
Omslag: 154 gr. kunsttrykk.
Innmat: 90 gr. Silverstar.
Trykt i offsett.
Reklametrykk A.s, Bergen

Norske Sosialøkonomers forening innbyr til kurs om

«Valutapolitiske problemer»

Kurset holdes på Morgedal Turisthotell, Morgedal i tiden 20.–23. januar 1981.

PROGRAM

Onsdag 21. januar

Direktør Hermod Skånland – Norges Bank
Den internasjonale økonomiske situasjon og perspektivene i årene fremover. Det internasjonale valutasystem. Overgang til et multi-currency-system eller er det plass for en økende rolle for SDR, ECU.

John Sangster, Director – Bank of England

Kurspolitikkenes rolle i den generelle økonomiske politikk i Storbritannia. Impliserer opphevelsen av valutareguleringen at pundet vil spille en økende rolle som internasjonal reservevaluta.

Kontorsjef Per Steina – Norges Bank
Oversikt over de seneste endringene i den norske valutareguleringen.

Professor Thore Thonstad – Universitetet i Oslo

Optimal næringsstruktur for Norge med stigende oljeinntekter fra Nordsjøen.

Torsdag 22. januar

Direktør Arne Lie – Norges Bank
Norge som eventuell kapitaleksportør – ulike former for kapitaleksport.

Paneldebatt over temaet: Norge som kapitaleksportør

Deltakere: Banksjef Borger A. Lenth, spesialutreder Arne Jon Isachsen, direktør Arne Lie, adm. direktør Trond Reinertsen. En industrirepresentant.
Panellerleder: Kontorsjef Per Steina.

Gruppearbeid

Viseadm. direktør Ragnar Halvorsen – A/s Dyno Industri

Behovet for (direkte) realinvesteringer i utlandet og internasjonalisering av norsk næringsvirksomhet.

Fredag 23. januar

Siviløkonom Per Gundhus

Muligheter og trusler for norsk næringsvirksomhet i årene fremover.

Finansminister Ulf Sand

Den aktuelle økonomiske situasjon i Norge. Kurspolitikk – handlefrihet i norsk økonomi fremover.

Påmelding innen 9. januar 1981 til Norske Sosialøkonomers Forening, Storgt. 26, Oslo 1 – tlf. (02) 20 22 64.

Kursavgift kr. 1 950,- for medlemmer, kr. 2 300,- for ikke-medlemmer. Avgiften er eksklusive reise og opphold. Oppholdsutgifter er kr. 320,- pr. døgn. Avgiften kan innbetales over bankgirokonto 6001.05.13408, postgirokonto 5 16 78 87 eller pr. sjekk.

Åpning av konferansen

VED FORMANNEN I NSF,
EKSPEDISJONSSJEF LEIF ASBJØRN NYGAARD



Årets høstkonferanse skal handle om penge- og kredittpolitikken i 1980-årene. Gjennom de siste par årene er forholdene på kredittmarkedet blitt et stadig mer aktuelt emne. Penge- og kredittpolitikken er under omlegging. La oss da se på hva mulighetene er og hvor utviklingslinjene går.

Tradisjonelt var kredittpolitikken middelet til å finjustere vår økonomi, mens finanspolitikken skulle sikre riktig nivå. Samtidig var lavrentepolitikken et viktig mål, både for å stimulere bedriftene til investeringer, for å begrense offentlige utgifter til lånefinansierte anlegg, og ut fra inntektsfordelingshensyn gjennom lav rente til for eksempel boligbygging. En forutsetning for lavrentepolitikken var valutaregulering, med begrensning av adgangen til investering i utlandet. For å finansiere offentlige investeringer og andre prioriterte formål, har bankene blitt pålagt omfattende kjøp av obligasjoner.

Mye er nå under forandring. Kredittpolitikken har måttet bære en svært stor del av konjunkturpolitikken, kanskje ser vi nå muligheter til et mindre stramt kredittmarked. Rentepolitikken er under omlegging, dels som en inflasjonsjustering og slik at vi igjen skal se en positiv realrente, dels slik at vi får bedre samsvar med internasjonalt rentenivå og en mer direkte markedstilpassing. Behovene for likviditetsinndragning til å sikre plass for offentlige investeringer kan bli redusert, når en stadig større del av landets inntekt kommer fra oljeeksport og går direkte i statskassen. Og endelig, hvilken betydning kan det få for vår innenlandske politikk hvis oljeinntektene om noen år blir større enn hva vi greier bruke, slik at vi får kapitaleksport.

Dette kan være noen av utgangsspørsmålene når vi skal se på penge- og kredittpolitikken for årene framover. Klarhet over de store linjene er nødvendig, for at vi skal kunne si

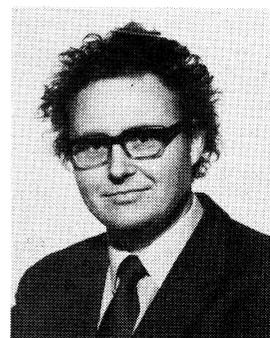
noe meningsfylt om detaljene. Men la oss da også være klar over at det er stor avstand, både intellektuelt og praktisk, fra de store perspektiver i samfunnsdebatten og over til de daglige oppgaver som hver enkelt av oss skal dekke.

Det er som et bidrag til å slå bro over denne avstanden at vi ser høstkonferansens oppgave. Det er vårt håp at hver enkelt av dere vil finne punkter i foredrag og debatter til generell vurdering av penge- og kredittpolitikken, til praktisk nytte for eget faglig arbeid, og til å binde sammen disse to sfærer. Videre håper vi at dere vil delta i diskusjonene med egne synspunkter og erfaringer.

På vegne av styret i Norske Sosialøkonomers Forening vil jeg få ønske dere alle velkommen til årets høstkonferanse. Jeg håper dere alle vil finne den utbytterik.

Herved vil jeg erklære konferansen for åpnet, og jeg gir ordet til konferansedirektøren, direktør Helge Seip.

Enkelte trekk ved norsk økonomi i 1980-årene



AV
FINANSMINISTER ULF SAND

Et hovedproblem som må drøftes i tida framover er at en politikk for å sikre konkurranseevnen ved hjelp av en restriktiv etterspørselspolitikk alene vil gi liten eller ingen produksjonsvekst. På den annen side vil et mer ekspansivt opplegg lett innebære en uønsket sterk prisutvikling og svekket konkurranseevne, med de konsekvenser dette vil kunne få for produksjon og sysselsetting på sikt.

Norsk økonomi disponerer allerede høye og stigende oljeinntekter. Når vår samlede inntektsvekst i 70-åra likevel ikke har vært raskere enn i 60-åra skyldes dette at vår øvrige produksjonsvekst har vært svakere, og at oljeinntektene er gått med til å erstatte dette inntektsbortfallet. I de nærmeste årene vil oljeproduksjonen flate ut. Uten en realprisstigning på olje kan antakelig Norge derfor ikke vente noen særlig høyere inntektsvekst enn andre vestlige industriland de nærmeste årene.

En rimelig kredittpolitisk utvikling i første halvdel av 80-årene vil avhenge av karakteren av finanspolitikken. Det må skaffes tilstrekkelig realøkonomisk rom for kredittgivingen. Dersom en ikke får dette til, vil det bli nødvendig å føre en strammere kredittpolitikk enn ønskelig. Regjeringen vil praktisere rentepolitikken på en slik måte framover at vi unngår uheldige sosiale og fordelingsmessige utslag. Den vil også unngå at rentenivået blir så høyt at det i unødig grad virker bremsende på den totale investeringsaktivitet.

Red.

1. Tendensene i internasjonal økonomi

Internasjonal økonomi er nå inne i et nytt tilbakeslag. Tilbakeslaget er utløst av økingen i oljeprisene internasjonalt og i betydelig grad forsterket av den økonomiske politikken i de fleste toneangivende industrialiserte land. De data som nå foreligger, indikerer at brutto-nasjonalproduktet falt fra 1. til 2. kvartal i år i de fem største OECD-landene. USA leder i konjunktur-cylen. De løpende indikatorene for USA's økonomi kan tyde på at bunnen muligens er nådd her. Men i flere andre av de toneangivende industrialiserte land har nedgangstendensene forsterket seg utover høsten. I det hele tatt er det sterk grunn til å presisere *usikkerheten* omkring den internasjonale konjunkturutviklingen.

I perioden etter den internasjonale nedgangskonjunkturen i 1974/75 og fram til utgangen av 1979 oppnådde OECD-landene å stabilisere omfanget av

arbeidsledigheten til ca. 5 pst. av arbeidsstyrken. I 1981 vil den antakelig stige til nær 7 pst.

Prisstigningen synes å ha nådd toppen i OECD-landene. De siste informasjonene viser at prisstigningstakten nådde en årlig rate på rundt 15 pst. i 1. kvartal i år. Etter dette har den vist en viss nedgang, men er fortsatt på høyt nivå. I 2. kvartal økte konsumprisene med ca. 13 pst. regnet i årlige rate. I tremåneders-perioden mai-juli var den gått ned til under 10 pst.

Den seneste store økingen i oljeprisene internasjonalt, som utgjør om lag 140 pst. fra utgangen av 1978 til sensommeren i år, har ført til om lag den samme svekkelsen i OECD-landenes bytteforhold som i 1973/74 regnet i forhold til bruttonasjonalproduktet. Likevel forutsetter mange eksperter at tilbakeslaget i den industrialiserte verden verken vil bli så dyp eller så langvarig som i 1974/75. For min del vil jeg ikke ta stilling til dette – men jeg vil gjengi de vurderinger som legges til grunn.

Denne vurderingen begrunnes med utgangspunkt i to avgjørende forhold:

– Realinntektstapet i den industrialiserte verden som følge av oljeprisøkningen synes denne gangen å bli raskere absorbert og på en mindre inflasjonsdriv-

ende måte. Med andre ord, i de fleste land har nominelle inntekter økt mindre i forhold til prisstigningen enn i 1974/75.

- OECD-landenes driftsunderskott med utlandet er bedre fordelt mellom landene enn ved den oljeprisøkningen i 1973/74.

Det er med andre ord mulig at prisstigningen som følge av økte oljepriser denne gangen vil være unnagjort forholdsvis raskt. Næringslivets inntekter vil neppe bli svekket så sterkt og betingelsene for at vi igjen får produksjonsvekst og økte investeringer er bedre. En bedre fordeling av driftsbalanseunderskottene mellom OECD-landene skulle øke mulighetene for at vi denne gangen kan unngå store endringer i de relative valutakurser som virket forstyrrende på betalingsforhold og relative priser mellom landene i perioden 1975-78.

Men selv om det er visse muligheter for at tilbakeslaget blir kortvarig denne gangen, er utsiktene for en rask oppgang ikke gode. Det er en klar fare for at arbeidsledigheten i de industrialiserte land vil stige.

Samtidig er realinntektene i mange av utviklingslandene sterkt svekket gjennom høyere oljepriser. Etterspørselsveksten i disse landene er derfor sterkt begrenset som følge av dette. Deres muligheter til ekspansjon hemmes ytterligere av svekkede eksportmuligheter til de industrialiserte land.

OECD-landene vil på mellomlang sikt være viktigst for de utenriksøkonomiske rammebetingelsene for Norge. I disse landene er problemene med den høye inflasjonen kommet sterkt i forgrunnen i utformingen av politikken. Dette kan skape problemer med vekst- og sysselsettingspolitikken på kort sikt. Det synes imidlertid klart, under de nåværende forhold, at forutsetningene for en økonomisk tilfredsstillende vekst avhenger av om disse landene lykkes i å mestre prisproblemene.

Mye tyder på at også energipolitikken vil være av avgjørende betydning for hvilken vekst landene vil få til. Beregninger foretatt av OECD tyder på at selv en gjennomsnittlig vekst i OECD-området på 3-3½ pst. pr. år på mellomlang sikt vil bli vanskelig å oppnå uten at det legges større vekt på energisparing enn det som har funnet sted i 1970-årene.

Om veksten begrenses til dette betyr det i så fall at arbeidsledigheten i OECD-området vil øke ytterligere i årene etter 1980. Produksjonsveksten bør være over 4 pst. for at arbeidsledigheten skal reduseres merkbart. En så høy vekst i bruttonasjonalproduktet i OECD-området forutsetter mer effektiv utnyttelse av energi, og setter betydelige krav til utformingen av den økonomiske politikken i årene framover.

For å oppnå økt produksjonsvekst og redusert arbeidsledighet vil, i tillegg til de nevnte energipolitiske tiltak, etterspørselsregulering gjennom finans- og kredittpolitikken sannsynligvis måtte suppleres med andre tiltak. Industri- og arbeidsmarkedspolitikken må i større grad enn i de senere år stimulere til

økt produktivitet, omstillingsevne og investerings-takt. Former for inntektspolitikk kan også bidra til at økt produksjonsvekst kan kombineres med moderat øking i nominelle inntekter og priser.

2. Utviklingstendenser i norsk økonomi ved inngangen til 1980-åra

Før jeg starter med å si noe om norsk økonomi i 1980-åra synes jeg det kan være nyttig å peke på de hovedtrekk som preger norsk økonomi i dag. Det er da naturlig for meg å gå tilbake til 1977/78.

Grovt sagt har utviklingen i Norge de siste tre åra vært preget av 3 hovedfaktorer:

- En økonomisk stabiliseringspolitikk i Norge som tok sikte på å opprettholde full sysselsetting samtidig med at en tok sikte på å dempe pris- og kostnadsveksten, bedre konkurransevnen og sikre en bedre balanse i utenriksøkonomien. De viktigste tiltakene her var devalueringen av den norske krone i februar 1978, og innføring av pris- og inntektsstopp fra september 1978 til utgangen av 1979. Valutapolitikken og pris- og inntektspolitikken ble understøttet av etterspørselsregulerende tiltak, hovedsakelig ved en tilstramming av penge- og kredittpolitikken. Dette førte til en demping av veksten i den innenlandske etterspørsel, særlig veksten i privat konsum.
- En klar forbedring av den internasjonale økonomiske utvikling i industrilandene i forhold til perioden 1974-1977. Produksjonen og importen i de land vi handler mest med har vokst forholdsvis sterkt fra 1978 og inn i 1980.
- En økning i oljeprisene på vel 130 pst. fra utgangen av 1978 fram til sommeren 1980, og en økning av produksjonsvolumet av norsk olje og gass på omlag 180 pst. fra 1977 til 1980. Situasjonen i 1980 må også vurderes i lys av skatteomleggingen i oljesektoren som fører til ekstraordinært høy skatteinngang i 1980.

Dette har påvirket den norske økonomien på flere måter. På den ene side har det ført til:

- En bedring av driftsbalansen overfor utlandet
- En økning i statens inntekter
- En økning i Norges disponible realinntekt.

På den annen side har den sterke oljeprisstigningen bidratt til:

- Sterkere prisstigning, særlig på importerte varer
- Lavere produksjonsvekst i utekonkurrerende næringer.

Totalt sett er det imidlertid grunnlag for å si at vi i hovedsak har nådd de mål som ble satt for den økonomiske politikken for snart tre år siden.

Et bekymringsfullt trekk i situasjonen er fortsatt den tradisjonelle industriens situasjon. Produksjonsnivået ligger fortsatt under nivået fra 1974. Hittil virker det som om industrien i begrenset grad har klart å nyttiggjøre seg den relative kostnadsforbedring vi har hatt.

I forhold til den utvikling vi hadde fra 1977 til 1979 er situasjonen nå endret på viktige punkter:

- De internasjonale konjunkturer er klart svakere. En eventuell bedring i den internasjonale konjunktursituasjon blir i beste fall moderat.
- Prisstigningsimpulsene både utenfra og i norsk økonomi er sterke, og kostnadsveksten i Norge er i øyeblikket sannsynligvis sterkere enn hos de fleste av våre handelspartnere. Det vil kreve fortsatt moderasjon og en fast økonomisk politikk for å ta vare på den styrkingen av norsk økonomis konkurransekraft som vi har oppnådd gjennom de siste 2-3 år.
- Produksjonen av olje og gass vil flate ut i 1981 og i de nærmeste år.

Jeg vil imidlertid understreke at vårt *utgangspunkt* er gunstigere enn i de fleste andre land. Vi har full sysselsetting, vi har en bedre energisituasjon enn andre land, og et godt innarbeidet inntektspolitisk samarbeid. Oljeaktiviteten gir en ekstraimpuls for vår økonomi, og den bidrar til at vi har større handlefrihet i den økonomiske politikken enn mange andre industrialiserte land.

3. Mål og hovedproblemer for den økonomiske politikk i 1980-åra

Regjeringen la i 1977 fram et langtidsprogram for samfunnsutviklingen generelt og den økonomiske politikken spesielt. Mange av de internasjonale rammebetingelsene for langtidsprogrammet 1978-81 utviklet seg helt annerledes enn en regnet med. Framdriftsplan og ambisjonsnivå for den inneværende programperiode har måttet endres, men de generelle langsiktige mål for den økonomiske politikken fortsatt står ved lag. Hovedmålene var og er:

- Full sysselsetting
- Høy levestandard og en sosial rettferdig fordeling
- Moderat pris- og kostnadsvekst.

Regjeringen skal til våren legge fram et nytt langtidsprogram hvor en vil gjennomdrøfte de økonomiske oppgaver en står overfor i 1980-åra.

Et hovedproblem som må drøftes i tida framover er at en politikk for å sikre konkurransevnen ved hjelp av en restriktiv etterspørselspolitikk alene vil gi liten eller ingen produksjons- og inntektsvekst. Dette vil igjen gi en moderat sysselsettingsutvikling, og små muligheter til øking av fellesforbruket. På den annen side vil et mer ekspansivt opplegg lett innebære en uønsket sterk prisutvikling og svekket konkurransevne, med de konsekvenser dette vil kunne få for produksjon og sysselsetting på sikt.

Valget av balansepunkt her vil sannsynligvis bli et hovedproblem i den økonomiske politikken i årene framover.

Det finnes ikke lettvinde veier ut av dette dilemmaet. I tillegg til en disiplinert etterspørselspolitikk vil det være nødvendig å føre en aktiv inntektspoli-

tikk i forståelse med partene i arbeidslivet. Forholdene må også legges til rette for økt produktivitet.

Hvor blir det av oljeinntektene i dette litt dystre bilde som er skissert her? Vil ikke de bidra med i hvert fall en kraftig *inntektsimpuls* i 80-åra?

Skatteinntektene fra oljevirkksomheten er anslått til ca. 18 milliarder kroner i 1980 og nærmere 29 milliarder kroner i 1981. Eksportverdien av olje og gass er anslått til ca. 42 milliarder kroner i 1980 og 47 milliarder kroner i 1981. Samtidig er det klart at vår utenriksøkonomi nå bare om lag balanserer.

Norsk økonomi disponerer altså allerede høye og stigende oljeinntekter. Oljeinntektene er på mange måter integrert i vår økonomi. Når vår samlede inntektsvekst i 70-åra likevel ikke har vært raskere enn i 60-åra betyr dette at *vår øvrige produksjonsvekst har vært svakere*, og at oljeinntektene er gått med til å erstatte dette inntektsbortfallet.

Men at vi - antakeligvis som det eneste land i Vest-Europa - har greid å kompensere den lavere generelle aktiviteten, *har nettopp gitt oss våre helt spesielle forutsetninger til å opprettholde full sysselsetting.*

Som nevnt venter vi ikke at den raske *veksten i oljeinntektene vil fortsette.* Produksjonen i år blir ca. 50 millioner tonn og den kan neppe nå over 70 millioner tonn før i slutten av 1980-årene. Prisutviklingen er selvfølgelig ytterst usikker. På lang sikt må en kunne regne med fortsatt klar øking i realprisene på råolje.

Men den økonomiske politikken for 1980-åra kan ikke bygge på at det igjen blir et betydelig hopp oppover i oljeprisene. Det er heller ikke noe i utviklingen på verdensmarkedet eller i norsk kostnadsutvikling og produktivitet som gir grunnlag for å vente at de tradisjonelle norske eksportinntektene skal ta seg *sterkt opp.*

Vi må derfor, om vi fortsatt ønsker å opprettholde økonomisk vekst og full sysselsetting, basere vår politikk på en stimulering av den generelle produksjonsutviklingen, bl.a. ved en styrking av konkurransevnen i de tradisjonelle næringer.

4. Oljevirkksomhet

Oljevirkksomheten er en integrert del av den norske økonomi. Oljevirkksomheten gir betydelige vekstimpulser til deler av industrien og har lettet omstillingen innenfor skipsbyggingsindustrien.

Vi bruker i dag det vi tjener, inklusive oljeinntektene, i den forstand at driftsbalansen for årene 1979 og 1980 sett under ett er om lag i balanse. For neste år er det i Nasjonalbudsjettet gitt et anslag på et underskudd i driftsbalansen på 2,9 milliarder kroner. Problemstillingen er ikke *om* vi skal bruke oljeinntektene i årene framover, men i *hvilket omfang* vi skal bruke dem. Vi må unngå å ta oljeinntektene i bruk på en slik måte at vi svekker de

konkurransemuligheter som vår tradisjonelle industri har.

Oljeproduksjonen og oljeprisene har økt de siste årene. Oljesektorens bidrag til landets samlede inntektsvekst har derfor vært betydelig. I 1980 ventes bruttoproduktet i oljesektoren å bli av samme størrelsesorden som i industrien samlet. Til tross for den svake internasjonale konjunkturutviklingen har vi klart å oppfylle målet om full sysselsetting, og vi har unngått en rekke av vanskene som andre land, bl.a. våre naboland Sverige og Danmark, har måttet slite med. Oljeinntektene har gitt oss en betydelig manøvreringsfrihet.

I de nærmeste årene vil som nevnt oljeproduksjonen flate ut. Olje- og energidepartementet anslår at produksjonen kan bli 55–60 mill. kroner oljeenheter i 1984, eller litt høyere enn det nivået en har kommet opp på nå. Uten en realprisstigning på olje kan antakelig Norge derfor ikke vente noen særlig høyere inntektsvekst enn andre vestlige industriland de nærmeste årene. Vi vil ha et høyt inntektsnivå, noe som delvis skyldes oljevirkksomheten, men om en skal få noen særlig raskere *vekst* enn andre land, må en antakelig ha en realprisstigning på olje.

I etterkrigstida hadde vi en sterk og kontinuerlig inntektsvekst i Norge fram til 1975. Manges forventninger om hva som er en «normal» inntektsutvikling er preget av denne perioden. Denne »*forventningmekanismen*» er kanskje det vanskeligste problem vi får å stri med i årene framover om vi ønsker å holde en stram økonomisk politikk av hensyn til sysselsettingen.

Det er all grunn til å dempe forventningene. Vekstimpulsene fra utlandet vil i alle fall i noen tid framover være preget av *de svake internasjonale konjunkturer*. Selv om realprisene på råolje skulle stige betydelig i årene framover, vil inntektsveksten for Norge totalt sett neppe bli større enn vi har vært vant til i de senere årene.

På denne bakgrunn må vi unngå å bruke oljeinntektene på en slik måte at det hindrer strukturendringer som er nødvendig for å få til en tilfredsstillende produktivitetsutvikling og inntektskaping i resten av økonomien. Det er særlig viktig å ha et høyt investeringsnivå og å kanalisere investeringene til de delene av næringslivet som har størst vekstmuligheter. Vi må samtidig investere på områder som mest mulig gjør oss uavhengige av oljen.

Det er viktig å understreke at jo mer vi bruker av oljeinntektene innenlands, dessto større omstillinger må vi vente. Omstillingene er nødvendige, men de må ikke komme i et slikt tempo at vi ikke greier å styre utviklingen sosialt.

Om Norge de neste 4–5 år skal få overskudd på driftsbalansen avhenger i stor grad av utviklingen i realprisen på olje, og i hvilken grad vi klarer å få til en balansert utvikling i innenlands etterspørsel. En sterk realprisstigning på olje vil imidlertid være et tveegget sverd for norsk økonomi. En *for rask* eller

for sprangvis utvikling kan føre til slike forstyrrelser i verdensøkonomien at våre tradisjonelle eksportnæringer blir særlig svekket.

Hvis vi imidlertid de nærmeste årene blir nettoeksportører av kapital, bør vi i første omgang bruke denne til å betale ned på vår utenlandsgjeld. I årene fram til 1984 forfaller om lag 45 milliarder kroner i renter og avdrag på statens og statsbankenes utenlandslån.

Eventuell kapitaleksport ut over dette vil kunne skje ved at norske bedrifter etablerer filialer i utlandet. Også andre former for kapitaleksport vil i tilfelle kunne komme på tale, men dette spørsmålet har ærlig talt hittil vært lite aktuelt, og vi har derfor ikke brukt mye tid på det.

Imidlertid vil vi i langtidsprogrammet komme nærmere inn på dette og liknende mer langsiktige spørsmål.

5. Finans- og kredittpolitikken framover

Jeg vil til slutt si litt om den økonomiske politikken framover med hovedvekten på rollefordelingen mellom finanspolitikken og kredittpolitikken. Det kan da være hensiktsmessig å starte med den kredittpolitiske utvikling de siste årene.

Den økonomiske utvikling i de senere år har bidratt til å stille penge- og kredittpolitiske spørsmål i fokus. I 1974 og 1975 var den grunnleggende konjunkturvurdering både nasjonalt og internasjonalt at nedgangen ute ville bli forholdsvis kortvarig. Videre pekte prognosene mot store overskott i utenriksøkonomien om få år. På denne bakgrunn var det naturlig å legge opp til en ekspansiv finans- og kredittpolitikk. Da nedgangskonjunkturen viste seg å bli sterkere og av lengre varighet enn først antatt, oppsto et meget stort underskudd på driftsbalansen overfor utlandet. Dette innebar at en måtte la en større del av den totale kreditttilførsel komme i form av utenlandske låneopptak. Sammen med ekspansjonen av statsbankenes virksomhet førte dette til at det ble relativt sett mindre rom for utlånsøking fra de private kredittinstitusjonene.

Omleggingen av den økonomiske politikken fra årsskiftet 1977 til 1978 forsterket denne tendensen. Av flere grunner ble det lagt betydelig vekt på kredittpolitikken ved denne omleggingen. Både hensynet til de bindinger som forelå i finanspolitikken, og ønskeligheten av i størst mulig grad å videreføre arbeidet på en rekke høyt prioriterte områder av den offentlige forvaltning, tilsa dette.

En kan si at kredittpolitikken har måttet ta det meste av belastningen ved innstrammingsiltakene. På kort sikt har en måttet sikre at finanspolitikken gir et tilstrekkelig bidrag til å opprettholde full sysselsetting. Det er imidlertid klart at en her må være varsom med å gå lenger enn strengt nødvendig fordi en for ekspansiv finanspolitikk lett vil gi et pris- og kostnadspress. Statsbudsjettet og kredittpolitikken i

de nærmeste år må derfor innpasses i en samlet ramme som samsvarer med de realøkonomiske mål og målene for pris og kostnadsveksten.

En rimelig kredittpolitisk utvikling i første halvdel av 80-årene vil avhenge av karakteren av finanspolitikken. Det må skaffes tilstrekkelig realøkonomisk rom for kredittgivingen. Dersom en ikke får dette til, vil det bli nødvendig å føre en strammere kredittpolitikk enn ønskelig og bruken av kredittpolitiske virkemidler vil bli sterkere.

Finans- og kredittpolitikken må altså ses i sammenheng ved opplegget og gjennomføringen av etterspørselsreguleringen som ledd i den økonomiske politikken. Det er ikke slik at en kan velge en bestemt rente- eller kredittpolitikk uavhengig av målene eller av hvilke andre virkemidler en ønsker å nytte.

Av den offentlige debatt får en av og til inntrykk av at enkelte synes å mene at en kan gjøre *ett* isolert valg for finanspolitikken – og *ett* isolert valg for penge- og kredittpolitikken, herunder rentepolitikken.

En «glemmer» gjerne i debattens hete at tilgang og bruk av ressurser totalt sett må gå i hop.

Men selv om kreditt- og rentepolitikken først og fremst må utformes med tanke på etterspørselsreguleringen, må det også settes visse krav til kredittmarkedets egen funksjonsdyktighet og de behov kredittmarkedet skal dekke.

Det bør sikres et *rimelig omfang av langsiktig investeringskreditt i norske kroner*. Obligasjonsutstedende kredittforetak og industri og annen næringsvirksomhet har nå fått økt tilgang til det innenlandske obligasjonsmarkedet. Skal en på sikt kunne opprettholde en rimelig vekst i foretakenes investeringer, bør en bl.a. søke å unngå et for høyt rentenivå.

Rentenivået bør selvsagt vurderes i sammenheng med prisutviklingen, men et økende realrentenivå vil trolig på sikt virke uheldig på investeringsutviklingen.

Opprettholdelse av en rimelig investeringsrate i industrien er nødvendig for norsk industris konkurransevne og for gjennomføringen av løpende produksjons- og produkttilpasninger. Myndighetene vil derfor arbeide for at utviklingen på kredittmarkedet støtter opp om dette. Kredittvilkårene utgjør en del av rammebetingelsene for industri og annen næringsvirksomhet. I forhold til lønnskostnadene i næringsli-

vet betyr renteutgiftene gjennomgående lite, og en må i den aktuelle situasjon legge vekt på at driftsresultatene i mange bransjer er på et lavt nivå, selv om de samlet sett har bedret seg i den senere tid. Det er likevel vesentlig å se de ulike kostnadskomponenter i sammenheng når en vurderer rammebetingelsene og den politikken som skal føres overfor industrien og andre deler av næringslivet. Gjennom det finanspolitiske opplegget i årene framover bør det derfor skapes rom for forsvarlig kredittpolitisk utvikling også av hensyn til vilkårene for kredittfinansiering.

Regjeringen vil praktisere rentepolitikken på en slik måte framover at vi unngår uheldige sosiale og fordelingsmessige utslag. Vi vil også unngå at rentenivået blir så høyt at det i unødig grad virker bremsende på den totale investeringsaktivitet.

6. Avslutning

Ved vurderingen av norsk økonomi ved inngangen til 1980-åra er det to hovedfaktorer vi må legge hovedvekten på:

- For det første at de internasjonale rammebetingelser synes usikre, og ikke gode.
- For det andre at norsk økonomi står i en særstilling pga. de konkurransefortrinn vi har. Vi har full sysselsetting i utgangspunktet, vi har en god energitilgang, vi har et godt utbygget inntektspolitisk samarbeid, vi har en ekstraaktivitet i vår økonomi som skyldes oljeaktivitetene, og vi har en utenriksøkonomisk handlefrihet av helt andre dimensjoner enn andre industriland har.

Vår oppgave må nå i tida framover være å *utnytte* de fordeler vi har under de internasjonale rammebetingelser som vi nødvendigvis må arbeide under. Vi *har* en mulighet til å sikre full sysselsetting i årene framover – men det stiller *krav* til oss selv, og vår økonomiske politikken.

Er vi villige til å vise den nødvendige grad av nøkternhet, ikke bare på det generelle og det verbale plan, men også når vi kommer til de konkrete realiteter, kan vi greie denne oppgaven. Gir vi etter for spesialkrav og pressgrupper av forskjellig karakter, tror jeg at vi ganske snart må resignere når det gjelder å holde full sysselsetting. Her står vi ved et valg – og det er i realiteten norske politikere og norsk opinion som må treffe dette valget.

Penge- og kreditpolitiske udviklingstendenser i andre lande.



AV
PROFESSOR NIELS THYGESEN
KØBENHAVNS UNIVERSITET

Indlægget vil vurdere nogle hovedindtryk af udviklingen i ydre vilkår, målsætning og instrumentanvendelse i pengepolitikken i udvalgte europæiske lande og i USA. Der vil herunder blive lagt særlig vægt på betydningen af tættere international finansiel integration og på udviklingen i anvendelsen af monetære normtal («targets»). Her er de seneste års amerikanske og britiske erfaringer af særlig interesse. Endvidere vil konsekvensen af valutapolitisk kursregime (faste eller flydende kurser) for udformningen af pengepolitiske normtal blive omtalt. Afslutningsvis kommenteres tendensen til at lægge betydelig vægt på kvantitative reguleringer, som har kunnet spores også i lande, som tidligere har lagt den afgørende vægt på en markedsorienteret tilrettelæggelse af pengepolitikken.

Det er måske nyttigt ved en gennemgang af penge- og kreditpolitiske tendenser i andre lande end Norge at anlægge et noget langfristet perspektiv. Jeg har valgt at skitsere efterkrigstidens udviklingstendenser i penge- og kreditpolitikken ved hjælp af tabel 1. I min gennemgang vil jeg ikke sondre skarpt mellem teoretisk og praktisk udvikling i synet på pengepolitikken. Det har hele efterkrigstiden været karakteristisk for den pengepolitiske diskussion, at der har været en nær interaktion mellem teoretiske og praktiske synsvinkler. På den ene side har førende pengeteoretikere både af Keynesiansk og monetaristisk opfattelse været nært inspireret af løbende aktuelle problemer; på den anden side er der et bemærkelsesværdigt kort timelag i gennemslaget af teoretiske ideer på det praktiske plan.

Op til slutningen af 1950'erne kan man med rimelig god tilnærmelse karakterisere pengepolitikken i de fleste europæiske lande som akkommoderende. Dens hovedformål var at fremme investeringerne og den økonomiske vækst. Hovedmidlet var en fastholdelse af et lavt og relativt stabilt renteniveau. Vi kan se klare eksempler på en sådan politik, ikke blot i Norge, men også i store europæiske lande som Frankrig, Italien og Tyskland. I Frankrig var penge-

og kreditpolitikken klart betragtet som et supplement til den langfristede vækstpolitik, som fandt sit udtryk i de franske 5-års planer. I Italia og Tyskland var pengepolitikken i denne periode klart akkommoderende; det er interessant at bemærke, at den tyske pengepolitik, uanset hvilken indikator man måtte benytte, var stærkt ekspansiv frem til slutningen af 1950'erne. En delvis undtagelse udgør måske Storbritannien, idet det ved 2 lejligheder i løbet af 1950'erne blev nødvendigt for de britiske myndigheder at stramme pengepolitikken for at bremse tendenser til overefterspørgsel og forringelse af betalingsbalancen.

Den ekspansive eller akkommoderende pengepolitik karakteriseret ved lav og stabil rente havde en af sine væsentlige forudsætninger i det forhold, at kapitalmobiliteten mellem de europæiske lande var lav. Først med indførelsen af konvertibilitet for 14 førende valutaer ved udgangen af 1958 blev der på væsentlig måde ændret herved. Den teoretiske basis for den førte politik kunne helt overvejende siges at være Keynesiansk inspireret. Heri ligger på den ene side, at investeringsomfanget på lidt længere sigt er følsomt over for bevægelser i renteniveauet, samt at efterspørgslen efter penge er så ustabil, at der ikke på kortere sigt kan opnås nogen finjustering af den realøkonomiske udvikling gennem påvirkning af pengeforsyningen. Et af de nye og væsentlige træk i Keynes' *General Theory* var som bekendt, at efterspørgslen efter penge var ustabil på grund af forskydninger i forventningerne til den fremtidige renteutvikling.

Niels Thygesen er professor i nationaløkonomi ved Københavns Universitet. Han har under orlovsperioder herfra været leder af OECD's monetære afdeling og har deltaget i diverse ekspertudvalg nedsat af EF-kommissionen om europæisk monetær integration. Han var tidligere formand for Nationaløkonomisk Forening i Danmark.

Tabell 1.

PENGEPOLITISKE TENDENSER.

| | Målsætning | Ydre Forhold | Teoretisk Grundlag | Instrumenter | Karakteristik |
|-------------------|--|--|--|---|-----------------------|
| 1950'erne. | Fremme investeringer og vækst. | Lav kapitalmobilitet, faste kurser. | Keynesiansk. | Lav og stabil rente. | "accomodating". |
| 1960 – ca. 72/73. | Påvirke realefterspørgsel, indre og ydre ligevægt. | Større kapitalmobilitet, faste, men justerbare kurser. | Porteføljemodeller, Betalingsbalance-modeller. | Rentevariationer, kreditrationering. | "activist". |
| Ca. 72/73 – | Inflationskontroll. | Høj kapitalmobilitet, fleksible kurser. | Monetarisme, Valutakursmodeller. | Styring af M via pengebase eller rente eller kreditrationering. | "target-constrained". |

Omkring slutningen af 1950'erne indtræffer der en ændring i pengepolitikens tilrettelæggelse i de fleste europæiske lande, og det forekommer rimeligt at karakterisere perioden fra ca. 1960 og frem til den kraftige højkonjunktur i 1972/73 som en periode med aktivistisk pengepolitik. Hovedformålet for den førte pengepolitik var i denne periode at påvirke balancen mellem realefterspørgsel og produktionskapacitet i samfundet. De ydre formål trådte også tydeligere frem nødvendiggjort af den større kapitalmobilitet, som prægede 1960'erne. Valutakursændringer kom i denne periode i noget større grad ind som et muligt økonomisk-politisk instrument; det er vel naturligt at betegne denne periode som et valutaregime med faste, men justerbare kurser.

Mens man i 1950'erne havde lagt helt overvejende vægt på en finanspolitisk styring af den reale efterspørgsel, svingede anvendelsen af de økonomisk-politiske instrumenter i 1960'erne mere i pengepolitisk retning. Det var nok stadig en almindelig opfattelse, at finanspolitikken havde visse fordele sammenlignet med pengepolitikken, når det gjaldt om at påvirke den indenlandske reale efterspørgsel: skatteændringer og ændringer i de offentlige udgifter kunne forventes at påvirke efterspørgslen med kortere forsinkelser end pengepolitiske indgreb og at sprede sig over et bredere spektrum af efterspørgselskomponenter end de pengepolitiske indgreb, der koncentrerede sig om de kreditfinansierede dele af efterspørgslen. Det var også stadig den almindelige opfattelse, at finanspolitikken var mere velegnet til at stimulere den økonomiske aktivitet end pengepolitikken. I praksis viste der sig store vanskeligheder ved at gennemføre ændringer i finanspolitikken af en sådan art, som stabiliseringspolitiske hensyn krævede. Det førende eksempel herpå var den meget lange forsinkelse, med hvilken den amerikanske kongres i 1964 gennemførte en skatnedsættelse, for hvilken behovet havde været erkendt i mindst to år. Også i flere europæiske lande er der eksempler på, at finanspolitiske indgreb blev så meget forsinkede under den politiske behandling, at deres stabiliseringspolitiske bidrag blev tvivlsomt. Til gengæld syntes pengepolitikken at virke mere effektivt, end man havde forestillet sig, i al fald i restriktiv retning. I

Italien gennemførtes der eksempelvis i efteråret 1963 restriktive pengepolitiske indgreb, som i løbet af forbavsende kort tid bidrog til at afkøle en indenlandsk overophedning og rette op på den løbende betalingsbalance. Frankrig havde gunstige erfaringer med en pengepolitisk stramning omtrent samtidig; det lykkedes i løbet af et par år at nedbringe inflationstakten til et meget lavt niveau. I Tyskland, hvor finanspolitikken omkring Forbundsdagsvalget i 1965 havde været ekstremt ekspansiv, lykkedes det i løbet af 1966/67 gennem især pengepolitiske indgreb at stabilisere den økonomiske udvikling.

Også når vi ser på de store økonomiske modeller, som blev udviklet i denne periode som et grundlag for de økonomisk-politiske beslutninger, synes der at have været grundlag for en vis optimisme. Ganske vist kom man ikke i nogle af de europæiske lande så langt som i USA, Canada og Japan i retning af at udbygge veldokumenterede og anvendelige økonomiske makromodeller, men der gjordes dog gode fremskridt. Det var derfor i de fleste lande en væsentlig større optimisme med hensyn til mulighederne for gennem pengepolitiske indgreb at finstyre den økonomiske udvikling. Grundlaget for denne optimisme med hensyn til et overblik over den pengepolitiske transmissionsmekanisme fandtes i de raffinerede Keynesiansk-orienterede makromodeller, der i disse år blev udviklet af førende amerikanske økonomer, som James Tobin og Franco Modigliani. De væsentlige elementer i den pengepolitiske transmissionsmekanisme blev set som påvirkninger af den korte rente med betydelige spredningseffekter over hele spektret af rentesatser og til den samlede kreditgivning til de enkelte sektorer.

Der opstod imidlertid i denne periode som følge af den større kapitalmobilitet en række problemer med hensyn til at forfølge interne målsætninger. Empiriske undersøgelser tyder på, at kapitalmobiliteten var voksende i alt fald frem til omkring midten af 1960'erne. Denne situation førte til, at pengepolitiske indgreb navnlig i mindre, åbne økonomier, kunne forventes at blive neutraliseret i væsentlig udstrækning gennem kapitalbevægelser. Det var en meget betydelig følsomhed i kapitalbevægelserne over for

ændringer i de relative monetære forhold, der fremgik af empiriske undersøgelser. Eksempelvis tyder en gennemgang af tyske og hollandske erfaringer på, at mellem halvdelen og tre fjerdedele af de pengepolitiske myndigheders påvirkning af den primære pengeforsyning blev neutraliseret gennem kapitalbevægelser allerede i løbet af den første måned efter indgrebet.

Det teoretiske grundlag for at formulere pengepolitikken under sådanne forhold var udviklet allerede i begyndelsen af 1960'erne af især Robert Mundell og Marcus Fleming. Hovedsynspunktet var her, at finanspolitikken fortsat burde indrettes på at styre den indenlandske reale efterspørgsel, mens pengepolitikken havde en komparativ fordel i at styre kapitalbevægelserne og dermed landets valutastilling. Udtrykt mere teknisk talte man om, at pengepolitikken fik tildelt – «assigned» – rollen med at styre kapitalbevægelserne. På det empiriske plan blev det imidlertid tydeligt i slutningen af 1960'erne, at denne betragtningsmåde var utilstrækkelig. Dels kunne kapitalbevægelserne snarere beskrives som tilpasninger af meget store beholdningsstørrelser til et ønsket niveau i lys af relative rentesatser, end som et strømproblem, hvor man løbende kunne styre kapitalbevægelserne fra kvartal til kvartal eller år til år, dels underminerede uroen på valutamarkedene i årene fra 1968 og fremefter mulighederne for nogenlunde præcist at kunne forudse virkningen af pengepolitiske indgreb. Efterhånden som det blev klart, at justeringer i valutakurserne ville blive uundgåelige, var forventningerne om sådanne ændringer blevet en væsentligere faktor ved bestemmelsen af kapitalbevægelserne end ændringer i de relative rentesatser.

Samtidig med denne udvikling blev inflationsproblemet væsentligt skærpet. De varige tendenser til overefterspørgsel i USA og Vesteuropa i anden halvdel af 1960'erne satte gang i pris- og lønbevægelserne i en række lande, og samtidig betød likviditetsudstrømningen fra USA, der antog voldsomme dimensioner i 1970–71, at en væsentlig restriktion på den økonomiske politik i underskudslandene blev fjernet. De store amerikanske betalingsbalancelunderskud skabte økonomisk-politisk spillerum for den samtidige højkonjunktur i 1972–73 og dermed også for forhøjelserne af oliepriserne i efteråret 1973.

De pengepolitiske myndigheder udviste to reaktioner på denne nye situation. For det første opgav man i de fleste lande det hidtidige system med faste, men justerbare kurser og gik over til at lade valutakurserne flyde mere frit. For det andet blev man nødt til at foretage en stærk opprioritering af inflationsbekæmpelsen som det væsentlige mål for pengepolitikken. Disse to ændringer bringer os frem til, hvad jeg har betegnet som den tredje fase i efterkrigstidens pengepolitik, der strækker sig fra 1972–73 frem til i dag.

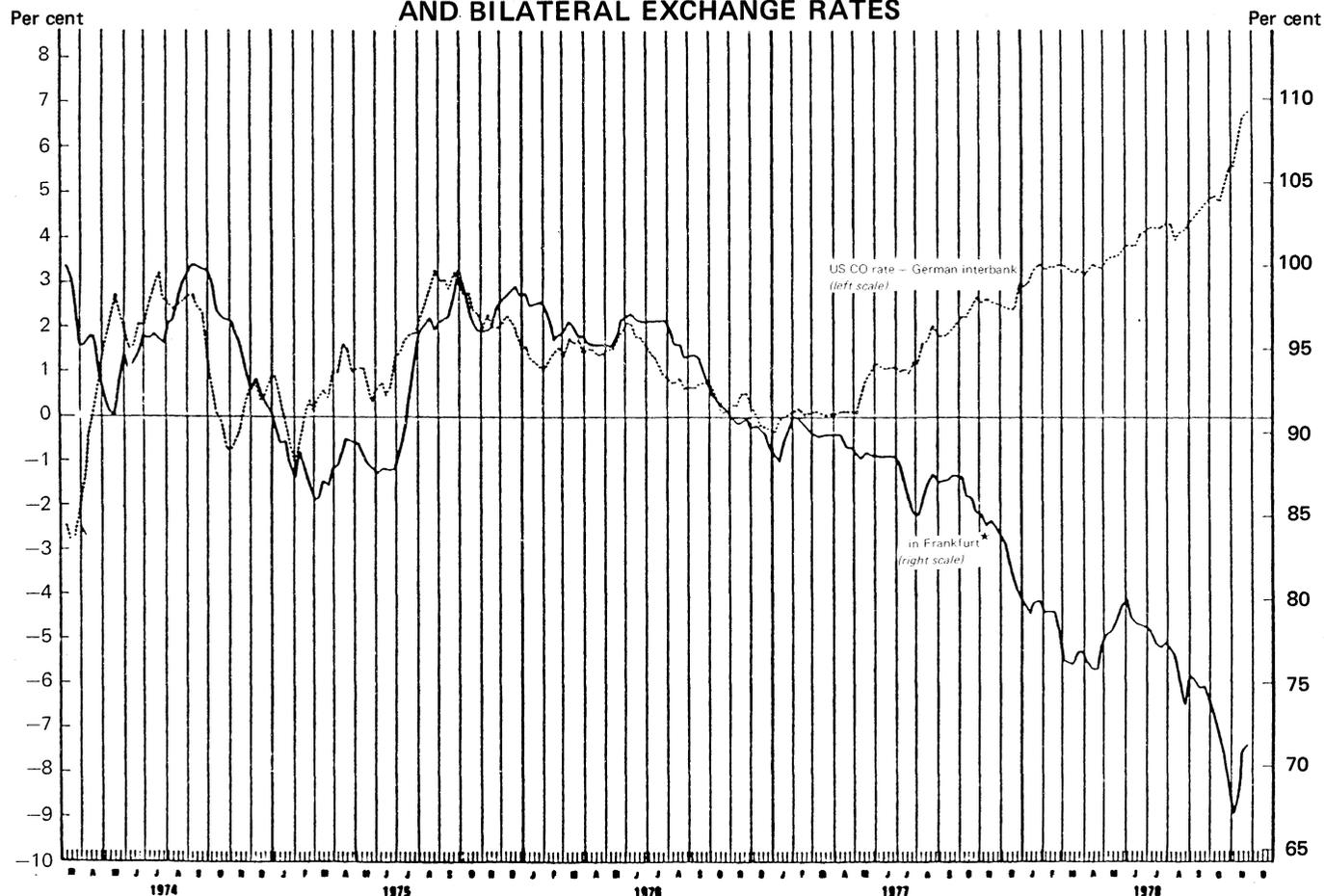
Nøgleordet i en karakteristik af pengepolitikken i denne periode er, at den er «target constrained» –

d.v.s. begrænset af offentligt bekendtgjorte målsætninger for pengeforsyningens udvikling. Den pengepolitiske filosofi, der ligger bagved formuleringen af sådanne målsætninger, findes i den såkaldte monetarisme. Monetarismen var allerede skitseret i slutningen af 1950'erne i USA, og det kan være nyttigt at erindre sig de hovedteser, som dengang blev udformet af Milton Friedman og andre førende amerikanske økonomer. Tre teser forekommer særligt væsentlige: 1. Forsinkelserne fra pengepolitiske indgreb foretages til deres virkninger på realefterspørgslen viser sig er både lange og variable; 2. det er ikke muligt for pengepolitikken at styre på reale målvariable som ledighedens niveau eller den samlede reale efterspørgsel; og 3. det er nyttigt at fastsætte måltal eller normer for udviklingen i publikums likviditet eller den samlede pengeforsyning. Disse hovedteser karakteriserer tilsammen monetarismen som en ydmyghedsfilosofi sammenholdt med den aktivistiske politik, der var blevet ført i årene op til 1972–73. Ambitionerne om at finstyre den økonomiske udvikling i lys af svingninger i realefterspørgsel er opgivet. Det betyder ikke, at man har forkastet det syn på transmissionsmekanismen, som lå bag ved udviklingen af de store økonomiske modeller, men blot at man ikke i praksis fandt, at mekanismen var så stabil, at den kunne give konkret vejledning ved tilrettelæggelsen af den løbende pengepolitik.

På det praktiske plan går de første skridt i retning af monetarismen i USA tilbage til 1970, men det er især omkring midten af 1970'erne, at filosofien slår igennem i en række af de større industrilande samtidig. I Tyskland og Schweiz offentliggjordes således for første gang måltal for pengeforsyningen i december 1974. De amerikanske pengepolitiske myndigheder lagde for første gang afgørende vægt på sådanne måltal omkring midten af 1975 efter stærk tilskyndelse fra den amerikanske kongres. Det er nok vigtigt at gøre sig klart, at der udover de almindelige monetaristiske synspunkter også fra kongressens side lå et ønske om at styrke den parlamentariske overvågning af pengepolitikken. Endelig fulgte Frankrig og Storbritannien efter i løbet af 1976 med mål for den brede pengeforsyning. Måske var disse to landes omvendelse til en mere monetaristisk formuleret politik særlig bemærkelsesværdig, fordi de traditionelt havde været de varmeste fortalere for en Keynesiansk finjustering af efterspørgslen.

Der er betydelige forskelle i indretningen af de pengepolitiske måltal i de nævnte lande. I Storbritannien og Frankrig er der især tale om at formulere en samlet makroøkonomisk ramme til diskussion af såvel pengepolitikken som finanspolitikken. I og med at den offentlige sektors budgetunderskud og finansieringen heraf er en meget væsentlig determinant af den samlede udvidelse af pengeforsyningen, giver de pengepolitiske måltal en naturlig indgang til at se finanspolitikken i sammenhæng med de øvrige efterspørgselskomponenter. I Tyskland og Schweiz ser

Figur 1: US-GERMANY: INTEREST RATE DIFFERENTIAL AND BILATERAL EXCHANGE RATES



* First week of March 1974 = 100.

man en mere rent monetaristisk filosofi, hvor et hovedformål var at påvirke prisforventningerne hos arbejdsmarkedets parter og andre, der er med til at fastsætte strategisk vigtige priser i samfundet. Filosofien var, at en stabil ramme om pengeskabelsen for en længere periode fremover ville have en afgørende betydning for agenternes prisforventninger og dermed for lønkrav og prisfastsættelse. De anvendte definitioner af pengeforsyningsbegrebet varierer stærkt mellem de enkelte lande, afhængig af deres institutionelle forhold, og enkelte har som USA fundet det nyttigt at have målsætninger for flere pengemængdedefinitioner samtidig. Et fælles træk for de nævnte lande er det, at de har en fleksibel valutakurspolitik, hvor centralbankens forpligtelser til at intervenere på valutamarkedet er begrænset i forholdet til væsentlige andre valutaer.

På det teoretiske plan er fundamentet for overgangen til de pengepolitiske måltal det monetaristiske synspunkt, at efterspørgslen efter penge – publikums ønske om at ligge med likviditet – er nogenlunde stabilt relateret til nogle få vigtige makroøkonomiske variable, især de løbende pengeindkomster. Undersøgelser baseret på lange historiske tidsrækker har bekræftet eksistensen af en sådan stabil pengeefterspørgselsfunktion både i USA og i nogen grad også i

andre lande. Bekymrende er det dog, at der i mange lande synes at ske et brud på de hidtidige stabile relationer omkring 1972/73. Dette kommer således klart frem i en sammenlignende undersøgelse af pengeefterspørgslen gennemført af James Boughton for OECD-sekretariatet i 1978. En sådan voksende ustabilitet i pengeefterspørgslen må bekymre en monetarist, for det er klart u hensigtsmæssigt for de pengepolitiske myndigheder at stabilisere den faktiske udvikling i pengeforsyningen, hvis efterspørgslen efter denne svinger. Hermed påtvinger de pengepolitiske myndigheder den reale del af det økonomiske system nogle af de svingninger, som gør sig gældende i den finansielle adfærd. Det er ganske vist lykkedes for amerikanske økonomer at bortforklare den tilsyneladende ustabilitet, som Boughton og andre har fundet, men det er karakteristisk, at sådanne forklaringer først har kunnet opstilles nogen tid efter den formodede ustabilitet har vist sig. Resultaterne er derfor en begrænset trøst for de pengepolitiske myndigheder, som nødvendigvis må have kendskab til institutionelle ændringer og andre kilder til ustabilitet, inden disse optræder. Meget af den seneste diskussion omkring pengepolitik i USA er af relativt teknisk karakter og vedrører disse centrale spørgsmål.

Der anføres også tit eksterne argumenter for den styring af pengeforsyningen, som vi ser i mange lande i 1970'erne. En fast målsætning for pengeforsyningen opfattes på denne baggrund som et alternativ til en målsætning for valutakursen. Denne tankegang er stærkt inspireret af nyere valutakurstheori, som lægger afgørende vægt på de relative forhold på finansielle markeder som en bestemmelsesfaktor for de kortsigtede bevægelser i valutakurserne. En ændring i et lands pengepolitik, som forventes at være permanent og måske oven i købet accelererende, kan medføre meget store pludselige kursjusteringer på et marked, hvor centralbankerne undlader at intervenere. Et vigtigt eksempel herpå har mange set i relationerne mellem dollaren og de europæiske valutaer repræsenteret ved D-marken igennem 1970'erne, jfr Figur 1, der stammer fra OECD Economic Outlook. Mens udviklingen i dollar/D-mark-kursen frem til begyndelsen af 1977 udmærket forklares ved de løbende småjusteringer af relative rentesatser i de to lande, viser der sig fra begyndelsen af 1977 en tendens til fald i dollarkursen, som ikke længere kan forklares ved hjælp af den løbende pengepolitik, men må tilskrives de forventninger om en mere ekspansiv politik på lang sigt, som tilkomsten af præsident Carters administration i begyndelsen af 1977 medførte. For at undgå sådanne kraftige forstyrrelser på valutamarkedet ville monetarister hævde, at det er nødvendigt at fastlægge langsigtede målsætninger for udviklingen i pengeforsyningen i begge de to lande.

Særlige komplikationer er under 1970'ernes urolige valutaforhold fremkommet som følge af eksterne årsager til ændringer i pengeforsyningen. Schweiz har været et førende eksempel på sådanne forstyrrelser. Som allerede nævnt var Schweiz et af de første europæiske lande, der indførte pengepolitiske måltal, og i de første tre til fire år fungerede disse efter myndighedernes hensigt i retning af at reducere inflationstakten i Schweiz ganske kraftigt. Samtidig var imidlertid schweizerfrancen på vej til at blive et internationalt anvendt reserveaktiv, og efterspørgslen efter schweiziske aktiver fra udlandets side var stadig voksende. Under flydende valutakurser kom dette til at medføre et kraftigt opadgående pres på den schweiziske valuta. Presset blev i løbet af sommeren 1978 så kraftigt, at de schweiziske myndigheder fandt det påkrævet midlertidigt at suspendere deres målsætning. Efter nogle måneders interventioner, der førte til en voldsom overskridelse af de samlede pengepolitiske måltal, trak den schweiziske centralbank sig igen ud af markedet, og en væsentlig del af den indstrømmede kapital vendte tilbage til udlandet. Det schweiziske eksempel illustrerer således en eksternt skabt forstyrrelse i efterspørgslen efter de aktiver, som medregnes i pengeforsyningen. Det er en type af forstyrrelser, som myndighederne ikke ønsker at neutralisere men tværtimod imødekomme, medmindre der skal ske voldsomme forstyrrelser på det pågældende lands valutamarkeder.

For en række mindre europæiske lande har denne udvikling i retning af pengepolitiske måltal ikke sat sig særlige spor. Det gælder den gruppe af lande, som i det væsentlige har haft en fast kurs over for de fleste andre valutaer, f.eks. Benelux-landene og de nordiske lande. Danmark og Belgien har eksempelvis ofte anført, at fastlæggelse af måltal for den samlede pengeforsyning ikke ville være realistiske for små medlemslande i EMS. Den faste valutakurs trådte så og sige i stedet for de pengepolitiske måltal og førte til, at pengeforsyningen var ude fra kontrol. For disse lande har der i det væsentlige været tale om fortsættelse af den eksterne orientering af pengepolitikken i et system med faste kurser, som udviklede sig andetsteds i 1960'erne. De fleste af disse mindre lande har fundet det hensigtsmæssigt at fastsætte måltal for dem. Indenlandsk kreditudvidelse, d.v.s. de kilder til pengeskabelse, der hidrører fra statsfinansieringen og fra centralbankens markedsoperationer, eventuelt suppleret med centralbankens kreditgivning til de private banker. Der er næppe på dette punkt nogen væsentlig forskel mellem de lande, der er med i et egentligt fastkurssamarbejde som EMS-landene og de lande, der som bl.a. Norge, Sverige og Finland, har valgt en individuel valutapolitisk målsætning ved at knytte sig til en kurv af valutaer, hvor vægten af de enkelte andre valutaer afspejler det enkelte lands samhandel med omverdenen.

En væsentlig beslutning for det enkelte land i 1970'erne er således blevet valget mellem at påvirke den indenlandske inflationsudvikling på længere sigt gennem en pengepolitisk eller en valutapolitisk målsætning. Problemet er blevet særlig diskuteret i de senere år i Storbritannien, hvor allerede Labour-regeringen i 1976 gennemførte pengepolitiske måltal, men hvor den konservative regering under Margaret Thatcher fra foråret 1979 har lagt væsentligt større vægt på denne side af et langsigtet antiinflationprogram. Det er tydeligt, at valutamarkedet foreløbig har taget den britiske konservative regerings politik væsentlig mere alvorligt end det indenlandske arbejdsmarked, hvor inflationen er fortsat på et meget højt niveau. Kombinationen af en styrkelse af valutakursen og fortsat højere inflation i Storbritannien end omverdenen har skabt en forringelse af den britiske konkurrenceevne på et sted mellem 25-30 pct. over de sidste par år, og det er især gennem denne voldsomme klemme på virksomhedernes indtjening, at den britiske politik for øjeblikket virker. Efter manges opfattelse virker den endog væsentlig kraftigere på den reale aktivitet end tilsigtet af regeringen. Ikke desto mindre er der for øjeblikket stærk uro om de pengepolitiske måltal i Storbritannien, fordi disse gennem størstedelen af 1980 er blevet væsentligt overskredet.

Der foreligger et vanskeligt taktisk problem for de pengepolitiske myndigheder, når sådanne overskridelser forekommer. Der er i realiteten tre valgmuligheder: 1. at forhøje måltallene, således at de svarer

til den faktiske udvikling; 2. at tillade overskridelserne uden nærmere kommentarer; og 3. at gennemføre en restriktiv politik, der bringer pengeforsyningen tilbage på den planlagte kurs. I den britiske situation ville den sidste utvej utvivlsomt føre til en yderligere skærpelse af arbejdsløshedsproblemerne i en situation, hvor ledigheden allerede er meget høj. På den anden side kan en manglende hensyntagen til overskridelserne føre til, at de pengepolitiske måltals rolle i inflationsbekæmpelsen på længere sigt undermineres af manglende troværdighed. I en situation, hvor efterspørgslen efter penge som tidligere nævnt er ustabil, kan dette dilemma være meget ubehageligt og antage samme karakter af en fælde, som den likviditetsfælde Keynes gjorde så meget ud af i sin fremstilling af penge teorien i 1930'erne.

En følge af den stærkere opmærksomhed omkring mulighederne for pålideligt at opfylde pengepolitiske måltal har det været, at der i den politiske debat er blevet en måske forbavsende stor interesse om pengepolitikens teknik. Den voksende utålmodighed med de mange afvigelser fra deklarerede målsætninger har skabt en stærk diskussion navnlig i Storbritannien, men også i USA om de styringsmuligheder, som henholdsvis udlånslofter, påvirkning af den monetære base og påvirkning af de korte rentesatser giver. Lad mig kort gøre nogle bemærkninger om disse tre hovedinstrumenter.

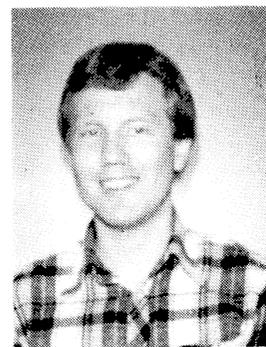
Lofter over bankernes kreditgivning til den private sektor er i nogen grad vendt tilbage som et pengepolitisk instrument i løbet af 1970'erne. Efter gennemgående dårlige erfaringer i 1960'erne og tydelige skadevirkninger på effektiviteten i det finansielle system liberaliserede bl.a. Frankrig og Storbritannien deres eksisterende direkte reguleringer af bankernes udlån omkring 1970. I pengepolitisk set mere liberale lande som USA, Tyskland og Schweiz har udlånslofter aldrig været anvendt. I de senere år er imidlertid navnlig Frankrig og Storbritannien i stigende grad kommet ind på at anvende udlånslofter, omend i en noget mindre rigoristisk form end i 1960'erne; bl.a. lægges der nu vægt på økonomiske incitamenter snarere end på direkte forbud i forsøgene på at holde pengeinstitutternes udlån på den ønskede kurs. Storbritannien har i sommeren 1980 afviklet sin bestående reguleringsmulighed. Det er klart, at direkte kontrol med bankernes udlån giver bedre muligheder for at styre udviklingen i den samlede kreditgivning eller i pengeforsyningen, men problemet med en sådan fremgangsmåde er især at den større, man styrer på, bliver mindre og mindre

meningsfyldt, fordi reguleringerne giver anledning til omgørelser i et væsentligt større omfang, end tilfældet ville være ved mere liberale reguleringer af banksystemet.

I Storbritannien og USA står diskussionen derfor nu omkring de relative fordele og ulemper ved påvirkning af rentesatser, henholdsvis den monetære base som styringsinstrument. Der har været en tendens til at lægge større vægt på kvantitativ regulering af den monetære base – d.v.s. i første række banksystemets reserver. Indvendingen herimod er især, at en sådan metode giver anledning til noget større udsving i de korte rentesatser end tilfældet er ved en styring på disse rentesatser direkte. Et førende eksempel herpå har man set i 1. halvår 1980, hvor rentesatserne i USA først steg med 7–8 pct. -point op til ca. 20 pct. og derefter næsten halveredes gennem et uhørt kraftigt fald i alle rentesatser. Udsving i rentesatser af denne størrelsesorden medfører også forstyrrelser på valutamarke-derne, idet de korte kapitalbevægelser er særdeles følsomme over for ændringer i relative renter. Fra europæisk side har det været kritiseret, at den amerikanske pengepolitik skabte nye problemer for tilrettelæggelsen af de europæiske landes politik. Det er også karakteristisk, at der på det europæiske kontinent ikke findes lande, som styrer bevidst på den monetære base, hvilket formentlig også ville være uforeneligt med den valutapolitiske målsætning, der ligger i EMS.

Der er i denne seneste fase af den lange pengepolitiske udvikling siden anden verdenskrig visse fælles træk med holdningen i, hvad jeg kaldte den første fase, d.v.s. 1950'erne. Ambitionsgraden i pengepolitikken i retning af at finstyre den økonomiske udvikling er blevet mindre end den var i den mellemliggende periode. Pengepolitikken er derfor nu indrettet på mere langsigtede mål, og det vil i 1970'ernes internationale inflations- og betalingsbalancekrise sige kontrol med den langsigtede prisudvikling. Tilsvarende mål i 1950'erne var naturligt nok efter datidens problemstilling, at pengepolitikken skulle fremme investeringerne og den økonomiske vækst gennem og efter opbygningsfasen efter den anden verdenskrig. Pengepolitikken er i dag ikke noget aktivt stabiliseringspolitisk instrument i de fleste lande; de pengepolitiske måltal må især ses som en analogi til enten et fastkursregime eller tidligere tiders fastholden ved et relativt stabilt realløsniveau.

Norsk penge- og kredittpolitikk i perspektiv



AV
FØRSTEAMANUENSIS ERLING STEIGUM JR.
NORGES HANDELSHØYSKOLE

Det kanskje mest karakteristiske ved norsk penge- og kredittpolitikk i etterkrigstiden er lavrentepolitikken og den selektive kredittpolitikk. Lavrentepolitikken har forårsaket et betydelig innslag av kreditttrasjonering, en konsekvens som opprinnelig verken var tilsiktet eller forutsett. Denne nesten permanente tilstand av ubalanse på det regulære kredittmarked kan forklare mange av de strukturendringer som har funnet sted i den finansielle sektor. I Norge har det vært større innslag av selektiv kredittpolitikk og direkte kredittmarkedsinngrep enn i de fleste andre vestlige land. Utbyggingen av statsbanksystemet har muliggjort kredittkanalisering til politisk høyt prioriterte formål, og kredittbudsjettene har vært et viktig hjelpemiddel i denne selektive kredittpolitikken.

Ved vurderingen av penge- og kredittpolitikken effektivitet tar vi utgangspunkt i følgende tre funksjoner: 1) Effektivitet i pengesyning, kredittformidling og kredittkanalisering, 2) Økonomisk stabilisering, og 3) Oppnåelse av langsiktige mål for den økonomiske utvikling. Norsk penge- og kredittpolitikk har i størst grad vært rettet mot punkt 2, og delvis mot punkt 3, men ofte har politikken gått på bekostning av punkt 1. Et problem for stabiliseringspolitikken kan ha vært at publikum bygger opp lånefinansierte likviditetsreserver når kredittmarkedsforholdene er lette. Imidlertid er trolig betydningen av å finstyre den samlede realetterspørsel overvurdert av myndighetene. I 1980-årene vil det kanskje bli aktuelt å innrette pengepolitikken mer mot den eksterne enn den interne balanse.

I

Det synes å være et særtrekk ved den norske faglige debatt om penge- og kredittpolitikk i etterkrigstiden at det i liten grad er blitt rettet sterke innvendinger mot det generelle opplegget for denne politikken fra norske økonomer. I andre land, både mer fjerne som USA og vårt naboland Sverige, har debatten vanligvis avdekket mer dramatiske meningsforskjeller enn hos oss. I vårt land, derimot, har den faglige debatt på dette området i større grad dreiet seg om mer tekniske og institusjonelle forhold som f.eks. styrke og svakheter til spesielle penge- og kredittpolitiske virkemidler. Bare unntaksvis, som f.eks. i Renteutvalgets innstilling, er det blitt satt spørsmålsteget ved hensiktsmessigheten av, og effektiviteten til de institusjonelle rammevilkår som norsk

penge- og kredittpolitikk utøves innenfor. Jeg overlater til andre å spekulere over hvorfor dette er slik, hvilket ikke blir mindre pussig når man tenker på at det er nettopp innslag av selektiv kredittpolitikk og offentlig regulering som vanligvis blir sterkest kritisert av fagøkonomer i andre land.

Nå er det imidlertid verken min oppgave eller egentlig mitt ønske her i dag å legge opp til noe frontalangrep på norsk penge- og kredittpolitikk. Men jeg vil benytte denne anledningen til å betrakte etterkrigstidens penge- og kredittpolitikk i et noe bredere perspektiv enn det som kanskje er vanlig ved slike anledninger, både ved å se utviklingen på den finansielle sektor i Norge i et historisk og til dels også internasjonalt perspektiv, og ved å vurdere norsk penge- og kredittpolitikk i lys av nyere makroøkonomisk forskning.

II

Tar man et tilbakeblikk på etterkrigstidens utvikling og på den penge- og kredittpolitikk som har vært ført, får man tegnet et ganske innfløkt bilde med

Siviløkonom fra NHH 1972. Høyere avdelings eksamen med samfunnsøkonomi som spesialfag NHH 1974. Ansatt ved NHH siden 1973, fra 1979 som førsteamanuensis. Ett års opphold ved London School of Economics 1976-77. Doktorgrad 1979 ved NHH på emnet «Kredittrestriksjoner og investeringer. En teoretisk og empirisk studie».

betydelige strukturendringer og en stadig rikere flora av virkemidler. Det kan være nyttig å spørre seg hva som er spesielt ved den norske utvikling på dette området og hvilke likhetspunkter som eksisterer i relasjon til utviklingen i andre land. For å ta likhetspunktene først, så er det naturlig å feste seg ved det faktum at Norge på ingen måte var alene om å føre en lavrentepolitikk rett etter krigen. Dette hang uten tvil sammen med den utbredelse og gjennomslagskraft som Keynes' teorier hadde fått. Mange innflytelsesrike økonomer fryktet at en ny verdensdepresjon ville avløse oppbyggingsperioden etter krigen, og man var derfor straks innstilt på å forhindre at rentekostnadene skulle bremse investeringslysten. I ettertid kan denne lavrentepolitikken og begrunnelsen for den virke pussig når man tar i betraktning det etterspørselspress som må ha eksistert på reale ressurser rett etter krigen. Jeg tror forøvrig at lavrentepolitikken i de aller første etterkrigsår hadde svært liten økonomisk betydning i den tilstand av «tilbakeholdt inflasjon» som de fleste krigsherjede land befant seg i. Det var nok først i begynnelsen av 1950-årene, etter at de fleste rasjoneringsbestemmelsene var blitt opphevet, at lavrentepolitikken begynte å få stor økonomisk betydning. I denne perioden begynte imidlertid flere land å forlate lavrentepolitikken, mens Norge og Sverige var blant de langt færre land som førte videre denne politikken.

Skal man foreta ytterligere sammenligninger mellom utviklingen i Norge og andre land, blir man nødt til å differensiere mellom andre land. Således har den penge- og kredittpolitiske utvikling i Sverige og Finland langt flere likhetspunkter med den norske enn når man sammenligner med f.eks. England. I stedet for å begi meg inn på mer detaljerte sammenligninger av denne art, skal jeg konsentrere oppmerksomheten om de institusjonelle og politiske forhold som har vært mer spesielle og særegne for Norge.

Generelt kan man si at det i Norge har vært større innslag av selektiv kredittpolitikk og direkte kredittmarkedsinngrep enn i de fleste andre vestlige land som vi pleier å sammenligne oss med. Utbyggingen av statsbankene åpnet mulighetene for at spesielle næringer, regioner og investeringsformål ble tilgode sett med billig langsiktig kapital på bekostning av uprioriterte formål, og til dels er også emisjonskontrollen for ihendehaverobligasjonslån blitt brukt til å oppnå lignende selektive mål. Omfanget av kredittkanaliseringen via statsbankene har etterhvert nådd anseelige dimensjoner, slik at vi idag har et system der politiske og inntektsfordelingsmessige kriterier synes å dominere som allokeringssprinsipper på kredittmarkedet. Ved siden av statsbanksystemet, er den konsekvente videreføring av lavrentepolitikken fra de tidlige etterkrigsår et viktig særtrekk ved den norske politikken. Riktignok har det nominelle rentenivå skrittvis økt i de siste 30 år, men det som

teller er som kjent realrenten, og denne har ikke vist noen systematisk trend oppover i dette tidsrommet. Lavrentepolitikken har derfor forårsaket et betydelig innslag av kreditttrasjonering på det norske kredittmarked. Denne tilnærmet permanente tilstand av ubalanse på det regulære kredittmarked kan forklare mange av de strukturendringer som har funnet sted i løpet av etterkrigstiden. Man kan her tenke på de mange etableringer av finansieringsselskaper i 1960-årene, parallelt med fremveksten av markedet for direkte kredittformidling, på forskyvningen av bankenes utlån mot de «ikke-rentenormerte» lån, samt på den dramatiske veksten i «innskudd på særvilkår» i forretningsbankene. Årsaken til alle disse strukturendringene er i bunn og grunn lavrentepolitikken som har skapt incentiver for aktørene i kredittmarkedet til å operere på siden av de regulære markeder eller skape nye former for innskudd og utlån som ikke er gjenstand for samme grad av renteregulering som de allerede etablerte innskudds- og utlånsinstrumenter. I flere tilfeller har dette igjen ført til at nye reguleringer er blitt innført av myndighetene, f.eks. som i 1970 da det ble satt «tak» på utlån fra finansieringsselskaper. Dette er et eksempel på et generelt fenomen, nemlig at markedsreguleringspolitikk skaper sin egen dynamikk ved at allerede etablerte reguleringer stimulerer økonomisk atferd og institusjonelle endringer som i neste omgang fører til nye reguleringsbestemmelser, osv.

I en diskusjon av etterkrigstidens penge- og kredittpolitikk kommer man ikke utenom kredittloven av 1966, og den endring i det penge- og kredittpolitiske system som denne loven ga støtet til. I perioden 1951–1965 ble som kjent penge- og kredittpolitikken utformet på grunnlag av forhandlinger mellom myndighetene og representanter for finansinstitusjonene i Samarbeidsnemnda. Oppløsningen av Samarbeidsnemnda og overgangen til bruk av kredittlovens penge- og kredittpolitiske virkemidler som verktøy til å styre finansinstitusjonenes disposisjoner, er et eksempel på et steg bort fra det som i våre dager blir kalt «forhandlingsøkonomi».

Egentlig er ikke den norske kredittloven unik i internasjonal sammenheng, selv om våre lovgivere vel har gått lenger enn de i andre land når det gjelder antallet av, og den potensielle styrke i virkemidlene, samt å åpne nye muligheter for mer direkte kvantumsreguleringer (jfr. plasseringspliktbestemmelsene). Det er f.eks. interessant å merke seg at USA, tre år etter den norske kredittlov, fikk en lignende lov om kredittkontroll (Credit Control Act) som gir Presidenten forbausende vide fullmakter til å regulere og kontrollere kreditttytingen i den amerikanske økonomi.

En ting som uten tvil er spesielt for det norske penge- og kredittpolitiske system er kredittbudsjettene. Det er to grunner til at kredittbudsjettene representerer et viktig redskap for de politiske myndigheter i Norge. Den første er at lavrentepoli-

tikken skaper et vedvarende lånepress. Hvis dette ble dekket ved en pengefinansiert kreditt ekspansjon, ville den resulterende etterspørsel etter varer og tjenester sprengte den ramme som de innenlandske produksjonsmuligheter og hensynet til utenriksregnskapet tilsammen setter. Med andre ord fører vårt kreditttrasjeringssystem til et behov for et kreditt-ytingsregnskap som kan skape den konsistens et perfekt kredittmarked i balanse ellers ville ha sørget for. Den andre funksjonen til kredittbudsjettene er å danne et regnskapsmessig grunnlag for den selektive kredittpolitikk, m.a.o. et budsjetteringssystem som grunnlag for styringen av kredittallokeringen på sektorer. Hvor godt dette har virket i praksis skal jeg forsøke å vurdere litt senere i dette foredraget.

III

Etter å ha berørt hovedtrekkene ved den norske penge- og kredittpolitikken etter krigen kan det nå være på sin plass å diskutere de faktorer av økonomisk, politisk og institusjonell art som kan være mulige årsaker til den spesielle utforming som penge- og kredittpolitikken i Norge har fått. Dette fører oss tilbake til den første etterkrigstid. En viktig *politisk* faktor var her utvilsomt Arbeiderpartiets sterke stilling som regjeringsparti, samt dette partiets ideologi og planøkonomiske ambisjoner. Med markedsøkonomiens svakheter fra 30-årene friskt i minne, ønsket partiet å føre en aktiv økonomisk politikk som fremmet mål som full sysselsetting, høy økonomisk vekst og inntektsutjevning. Opprettelsen av Husbanken i 1946 viser at regjeringen ønsket å bruke kredittpolitikk til å påvirke realinvesteringenes fordeling på sektorer.

En viktig *institusjonell* faktor har vært de private bankers sentrale posisjon på kredittmarkedet i Norge. For store deler av næringslivet er bankene blitt brukt til finansiering ikke bare av omløpskapital, slik som er vanlig i andre land, men også til anleggskapital. Det er slike økonomier den engelske økonom Sir John Hicks har kalt «overtrekk-økonomier»,¹⁾ karakterisert ved et dominerende banksystem hvis lånetilsagn er en avgjørende faktor for de enkelte bedrifters likviditet. I slike systemer blir bankenes lånebevilgninger en størrelse vel så interessant for stabiliseringspolitiske styringsformål som tradisjonelle pengemengdebegreper.

Som vi tidligere har vært inne på, kan mange trekk ved det norske penge- og kredittpolitiske system forstås som konsekvenser av lavrentepolitikken. For å få en forståelse for utviklingen på kredittmarkedet etter krigen, både m.h.t. strukturendringer og løpende penge- og kredittpolitikk, er det derfor viktig å studere nærmere årsakene til lavrentepolitikken sterke, ja nesten uangripelige stilling her i Norge. I

¹⁾ J. Hicks: *The Crisis in Keynesian Economics*. Basil Blackwell, Oxford, 1974.

1952 leverte Penge- og Finansrådet en utredning om penge- og rentespørsmål²⁾, som jeg tror i stor grad har preget det offisielle syn på renten her i landet. Det kan derfor være verd å drøfte denne utredningen litt nærmere. I Rådets mandat lå det en viss begrensning ved at det bl.a. skulle utrede «... hvordan en mest hensiktsmessig kan bringe renten tilbake til det lave nivå som den lå på i fjor vår (2½ prosent, min anmerkning), eller i det minste hindre en ytterligere stigning». Dette er ett av mange eksempler på at de politiske myndigheter ofte synes å ha mer eksplisitte preferanser over bestemte virkemidler (her renten) enn i avveiningen mellom de mer grunnleggende mål for økonomisk politikk. Det virker imidlertid ikke som om flertallet i Penge- og Finansrådet betraktet dette som noe stort problem, men tok ønsket om den lave renten som en udiskutabel målsetting. Dette til tross for at det nivå som ble slått fast i mandatet med datidens prisstigning innebar en negativ realrente, hvilket Finansdepartementet, i motsetning til Penge- og Finansrådet, neppe forstod betydningen av den gang.

Et viktig spørsmål for Rådet var om det var mulig å holde et så lavt rentenivå uten å skape et inflatorisk kjøpepress. Rådets flertall mente ja, men presiserte at det i så fall var nødvendig å gjennomføre tiltak som svekket bankenes motiver til å gi ytterligere lån (kvalitativ kreditttrasjering, bruk av innskuddsreserver o.l.) og som svekket bedriftenes investeringsønsker (skatt på produksjonsutstyr, endring i avskrivningsreglene, båndlegging av bedriftens likvider eller direkte mengdereguleringer som byggeløyver). Men det var vel å merke hovedsakelig tale om virkemidler som ville påvirke tilbud og etterspørsel uten å skape ubalanse på kredittmarkedet. Dette bekreftes av følgende uttalelse av Rådets flertall (s. 58)— «Når de underliggende markedsfaktorer er lagt til rette som foran nevnt, vil slike lovregler kunne gjennomføres uten fare for at det skal utvikle seg et svartemarked for lån.»

Senere i Rådets innstilling går flertallet temmelig langt i å rettferdiggjøre den lavrentepolitikk som myndighetene la opp til i mandatet. Det er disse sidene i innstillingen (s. 57–58) som det faglig sett er mest å utsette på i en utredning som ellers utmerker seg ved høy faglig standard. Diskusjonen begrenses her til å påpeke ulemper ved et «høyt» rentenivå uten at det presiseres hva som menes med «høyt». Flertallet peker på at «høy» rente begunstiger de som har pengeformuer og er til ulempe for bedrifter og enkeltpersoner som har gjeld. Som langtidsvirkning antydes sogar muligheten for en kontraksjon i den økonomiske aktivitet, til skade for brukere av produksjonskapital og lønnstakere. Jeg tror at disse overfladiske og ufullstendige betraktningene har hatt større virkning for det senere offisielle syn på renten

²⁾ Innstilling fra Penge- og Finansrådet, 13. januar 1952, Finans- og Tolldepartementet, Oslo.

her i landet enn de mer nøkterne overveielser andre steder i innstillingen. Fordi Rådets flertall ikke presiserte hva «høy» rente var, bl.a. at det måtte være snakk om høy realrente, er det trolig at politikerne fikk det feilaktige inntrykk at et rentenivå et par prosent over det gjeldende nominelle nivå var høyt og derfor samfunnsøkonomisk skadelig. En slik oppfatning hadde stor sannsynlighet for å festne seg fordi dette bekreftet vanlige fordommer mot en positiv rente, og synes dessuten å passe godt til regjeringspartiets ideologi.

Et annet viktig moment er at Penge- og Finansrådets innstilling egentlig verken anbefalte eller analyserte konsekvensene av det kredittrasjonerings-systemet som vi faktisk fikk. I ettertid kan man bare beklage dette, for det synes ikke som om de politiske myndigheter har hatt helt klart for seg at de økonomiske konsekvenser av lav rente som leder til kredittrasjonering er vesensforskjellige fra virkningene av en lavrentepolitikk basert på balanse i kredittmarkedet. Det var den siste situasjonen Penge- og Finansrådet tenkte seg, men den første som vi faktisk fikk. Det er neppe riktig å klandre Rådet for at det ikke avklarte dette spørsmålet nærmere i sin innstilling, men det er et tankekors at det skulle gå nærmere 30 år før vi fikk en utredning³⁾ som drøftet inntektsfordelings- og ressursallokeringsvirkninger av det kredittrasjonerings-system vi har vært underlagt, og ut fra dette konkluderte med at en overgang til markedsbestemt rente var ønskelig.

Jeg har dvelt ved Penge- og Finansrådets innstilling fordi den sto sentralt i den beslutningsprosessen som lå bak utformingen av penge- og kredittpolitikken i begynnelsen av 1950-årene, og i ettertid kan vi se at det var da spiren til det penge- og kredittpolitiske system vi har nå, ble sådd.

IV

Jeg er blitt bedt om å vurdere hvor «god» eller heldig penge- og kredittpolitikken har vært når det gjelder dens innvirkning på politiske mål for den realøkonomiske utvikling.

For å ha en ramme å diskutere innenfor skal jeg i det følgende ta utgangspunkt i en inndeling av penge- og kredittpolitikken funksjoner foreslått av Harry G. Johnson i en artikkel fra 1968.⁴⁾ Den første er å få i stand det Johnson kaller *strukturell effektivitet* («structural efficiency»). Med dette mener han i det store og hele et effektivt fungerende penge- og kredittsystem. Den andre funksjonen er å bidra til gjennomføringen av en effektiv stabiliseringspolitikk, mens den tredje funksjonen til penge- og kredittpolitikken iflg. Harry G. Johnson er å bidra til

³⁾ NOU 1980:4 *Rentepolitikk*. (Renteutvalgets innstilling.)

⁴⁾ H.G. Johnson: «Problems of Efficiency in Monetary Management.» *Journal of Political Economy*, Vol. 76 (Sept./Oct. 1968), 971-990.

at de mer langsiktige mål for den økonomiske utvikling blir realisert. Denne funksjonsinndelingen vil danne utgangspunktet for min vurdering av norsk penge- og kredittpolitikk i etterkrigstiden.

Den første funksjonen, strukturell effektivitet, kan med fordel spaltes videre i to, nemlig 1) effektivitet i pengeforsyningen, og 2) effektivitet i kredittformidling og kredittallokering. Spørsmålet om effektivitet i pengeforsyningen reiser en rekke interessante spørsmål som har vært drøftet i faglitteraturen, spørsmål som om man kan få til et samfunnsøkonomisk «optimalt» tilbud av betalingsmidler i den forstand at grensekostnad blir lik grensenytte. Eller hva som er den «optimale» fordeling av pengemengden på sedler og mynt og konto-penger. Det første av disse spørsmålene er egentlig meget aktuelt, for i de fleste vestlige land, iberegnet vårt eget, er pengehold forbundet med høyere privatøkonomiske kostnader enn samfunnsøkonomiske. Dette skyldes inflasjonen og fravær av rente på sjekkinnskudd og innskudd på postgiro. Konsekvensen av dette er at publikum stimuleres til å bruke uforholdsmessig meget ressurser i form av tid og transaksjonskostnader på å begrense sitt pengehold, og dette representerer sløsing med samfunnsøkonomiske ressurser.

Spørsmålet om effektivitet i kredittformidling og kredittallokering har vært mer fremme i den aktuelle debatt i Norge enn det foregående spørsmål, sannsynligvis fordi lavrentepolitikken og reguleringene i kredittsektoren skaper åpenbare skjevheter som leder til en uheldig ressursdisponering.

En generell fare med lavrentepolitikk og kredittrasjonering er at omfanget av kreditt-transaksjoner blir for lavt. Dette skyldes at husholdninger og bedrifter med ledige finansielle ressurser ikke gis det rette incentiv til å stille denne kjøpekraften til disposisjon for andre potensielle investorer. I stedet vil slike midler i for stor utstrekning gå til eget forbruk eller egne investeringsprosjekter med lav realavkastning. I den grad det etableres kontakter mellom potensielle sparere og investorer utenom det regulerte marked, vil høyere renter her kunne minske virkningen av denne type skjevhet, og dette taler for å betrakte det såkalte gråmarkedet ikke bare ensidig som et problem for myndighetene. Her kommer imidlertid et annet problem inn i bildet, nemlig at en slik institusjonell utvikling kan være uheldig av den grunn at selve kredittformidlingen blir mer tungrodd og kostbar fordi det etablerte kredittformidlingsapparat, og jeg tenker her særlig på de private banker, mister oppgaver som de har komparative fortrinn i å utføre.

Videre har vi ineffektiviteten i *kredittallokeringen* som følge av rasjonerings-systemet. Problemet består som kjent i at det lave rentenivået fører til at for mange investeringsprosjekter blir bedriftsøkonomisk lønnsomme, og dette nødvendiggjør en eller annen rasjoneringsmekanisme. Både teori og praksis viser at de rasjoneringsmekanismer som praktiseres på

kredittmarkedet ikke holder mål vurdert ut fra samfunnsøkonomiske effektivitetskriterier. Den vekt som legges på langvarig kundeforhold og historisk sparing fører til at mange bedrifter og husholdninger som etter samfunnsøkonomiske kriterier burde ha fått kreditt blir utelukket. Særlige sårbare er lang-siktige og mer risikobetonte prosjekter med høy forventet avkastning, som dessuten i utgangspunktet er diskriminert p.g.a. et dårlig fungerende aksjemarked. Jeg tror det er viktig å innse at disse problemene neppe kan løses tilfredsstillende av finansinstitusjonene på egen hånd, selv om viljen sikkert er til stede, og selv om Finansdepartementet en gang har uttalt at: «Bankene må i sin kredittgiving la samfunnsøkonomiske og ikke rent privatøkonomiske synsmåter være avgjørende.» (Rundskriv av 31.5.1951.) Grunnen til at jeg trekker muligheten for dette i tvil, er at banker og andre finansinstitusjoner ikke vil ha tilstrekkelig informasjon til å kunne vurdere samfunnsøkonomisk lønnsomhet i en situasjon med ubalanse i kredittmarkedet. Når markedsrentene ikke reflekterer reelle samfunnsøkonomiske alternativkostnader, oppstår et informasjonsproblem som verken tilbydere eller etterspørrere av kreditt egentlig har mulighet for å løse selv. Ansvar for disse skjevhetene og de uheldige konsekvenser for ressursallokeringen faller derfor på våre politiske myndigheter.

Jeg er nå kommet til spørsmålet om effektiv stabiliseringspolitikk. Som kjent legger de norske myndigheter svært stor vekt på å gjennomføre en aktiv stabiliseringspolitikk rettet mot den samlede etterspørsel etter varer og tjenester, og i denne sammenheng har penge- og kredittpolitikken spilt en viktig rolle. Det er viktig å være klar over at lavrentepolitikken og kredittrasjoneringsystemet virker inn på selve den mekanisme som penge- og kredittpolitikken påvirker realøkonomien igjennom. I et system med markedsbestemt rente vil en kontraktiv pengepolitikk presse opp rentenivået. Dette vil redusere markedsverdien for visse typer finansobjekter, og sammen med de relative prisendringer som renteoppgangen medfører, vil dette innvirke på publikums forbruks- og investeringsbeslutninger. I et kredittrasjoneringsystem vil en kontraktiv politikk påvirke låntakeres atferd på en noe annen måte i og med at kreditt-tilgangen begrenses, hvilket temmelig direkte vil innsnevre settet av mulige transaksjoner for disse aktørene, og derfor også innvirke på forbruks- og investeringsbeslutninger.

Både teoretiske overveielser og empiriske undersøkelser taler for at den førstnevnte mekanismen bruker relativt lang tid på å virke. Hovedvirkningen synes gjennomsnittlig å slå ut på aktivitetsnivået i perioden fra et halvt til to år etter endringen i pengemengden. Dette har fått mange økonomer til å betvile at tradisjonell pengepolitikk er særlig velegnet som stabiliseringspolitikk, og i alle fall er det klart at den setter meget store krav til utøverens

forutseenhet. Fra teorien er det kjent at styringsmekanismer som virker med betydelige tidsetterslep kan virke destabiliserende, altså mot sin hensikt, dersom politikken systematisk har en tendens til å bli satt for sent ut i livet. Dette gjør det lite sannsynlig at tradisjonell pengepolitikk kan brukes til noen form for «finstyring» av totalletterspørselen. Nyere makroøkonomisk forskning, som i motsetning til Keynes-teorien tar hensyn til at stabiliseringspolitikk vil påvirke forventningsdannelsen til bedrifter og husholdninger, taler for at en aktiv stabiliseringspolitikk er forbundet med langt større problemer enn det man tidligere har trodd.

Når det gjelder spørsmålet om hvor hurtig penge- og kredittpolitikken virker i et kredittrasjonerings-system, tyder det sparsomme forskningsmaterialet som finnes på at virkningen slår ut noe hurtigere enn rentevirkningen i et balansert marked. Fra en stabiliseringspolitisk synsvinkel er dette selvsagt en fordel.

Ved siden av spørsmålet om tidsetterslep, er spørsmålet om *styringspresisjon* av stor betydning for en vurdering av stabiliseringspolitikken muligheter. Ser vi på tradisjonell pengepolitikk først, så kan spørsmålet spaltes i to, nemlig 1) sammenhengen mellom markedsoperasjoner og rente, og 2) sammenhengen mellom rente og investeringer og forbruk. Begge sammenhengene må betegnes som usikre, kanskje særlig den siste. Riktignok er det sterke grunner til å vente en vesentlig totalvirkning på f.eks. de samlede realinvesteringer av en renteendring, men investeringene avhenger i tillegg av en rekke andre, tildels vanskelig kvantifiserbare faktorer, og dette utelukker i praksis en direkte styring av investeringsetterspørselen ved tradisjonell pengepolitikk.

Hvor presis er så sammenhengen mellom kredittpolitikk og totalletterspørsel i et kredittrasjonerings-system? Igjen kan man spalte spørsmålet i to, nemlig 1) om sammenhengen mellom de penge- og kredittpolitiske virkemidler og kredittstrømmene, og 2) sammenhengen mellom kredittstrømmene og etterspørsel etter forbruks- og investeringsvarer. Her er den første sammenhengen antagelig mer usikker enn den andre. Både empiriske studier og praktiske erfaringer tilsier at bankenes utlånstilbud er vanskelig å forklare, langt mindre forutsigbart, fordi det synes å avhenge av en rekke kompliserte faktorer. Dette står i kontrast til den enkle og greie, men altfor mekaniske kredittmultiplikator-teori som ligger til grunn for den indirekte styring av bankutlåne i Norge, og dette er nok også hovedgrunnen til at de forventninger som i sin tid ble stillet til styringsmulighetene ved å anvende kredittlovens reservekravsbestemmelser, ikke er blitt innfridd.

Når det gjelder det andre leddet i virkningskjeden til penge- og kredittpolitikken, nemlig sammenhengen mellom kreditt-tilgang og realetterspørsel, synes de få forskningsresultater som foreligger å tyde på at betydelige virkninger gjør seg gjeldende både på

privat forbruk og realinvesteringer. Muligens er virkningene på investeringer vanskeligere å forutsi enn de på privat forbruk, fordi foretak har bedre muligheter enn husholdninger til å unndra seg virkningene av kredittrestriksjoner, i hvert fall for en kortere tid. Foretak vil lettere kunne ta opp lån i markedet for direkte kredittformidling eller de kan trekke på likviditetsreserver. Faktisk bør man regne med at aktiv kredittpolitikk av den type som har vært ført i Norge vil kunne påvirke foretaks og husholdningers beslutninger om å holde likvide reserver, gjerne lånefinansierte. For det er lett å se at en reserveoppbygging før en forventet kredittinnstramning vil kunne gjøre foretakene mindre sårbare. I den grad publikum danner forventninger om fremtidig politikk på denne måten, kan dette i sin tur vanskeliggjøre myndighetenes stabiliseringspolitikk. Slike vanskeligheter oppsto f.eks. i Sverige i siste halvdel av 1960-årene. Personlig har jeg en mistanke om at det også i Norge til tider foregår lånefinansiert likviditetsoppbygging, og at dette har vanskeliggjort 1970-årenes penge- og kredittpolitikk.

Holder vi tradisjonell pengepolitikk opp mot kredittstyringspolitikk i et kredittrasjoneringsssystem, ser vi at begge typer politikk har ulemper i stabiliseringsammenheng. Etter min mening har vi *ikke* grunnlag for å betrakte tradisjonell pengepolitikk som bedre egnet til å stabilisere totaletterspørselen enn kredittpolitikk basert på kredittrasjoner. Når Renteutvalget synes å mene det motsatte, tror jeg det skyldes at det legger for stor vekt på det første trinnet i virkningskjeden til penge- og kredittpolitikken, mens den langsomme og mer kompliserte virkningen fra rente til realetterspørsel blir undervurdert. Et annet moment i denne sammenheng er mulighetene for indre konsistens og intern stabilisering i den offentlige sektor i de to alternative systemer. Økonomer er vant til å tenke seg at alle forstyrrelser som markedøkonomien påføres enten kommer fra den private sektor eller utlandet, mens den offentlige sektors rolle er å gjennomføre tiltak som helt eller delvis nøytraliserer uheldige virkninger av slike forstyrrelser. I vår moderne økonomi med stor offentlig sektor og kompliserte, ja til dels uoversiktlige politiske prosesser, er det lett å finne eksempler på at den *offentlige* sektor påfører økonomien forstyrrelser som i sin tur krever penge- og kredittpolitiske tiltak. Man har både sett eksempler på monetære forstyrrelser, som når myndighetene mangler full oversikt over virkningene på penge- og kredittsektoren av skatteinnbetalinger, og realøkonomiske forstyrrelser, som når ikke-budsjetterte ad hoc bevilgninger av Stortinget krever innstramninger i bankenes lånerammer. I denne sammenheng skal man ikke undervurdere den mulighet at et system med balansert kredittmarked vil virke mer disiplinerte både på gavmilde politikere og pressgrupper på jakt etter særfordeler, enn det nåværende system hvor en del av overskuddsetterspørselen etter billig

kreditt relativt lett finner veien både til departementer og Storting.

Jeg har nå drøftet spørsmålet om mulighetene for stabilisering av den samlede realetterspørsel ved hjelp av penge- og kredittpolitikk i vårt nåværende penge- og kredittsystem og i et system med markedsbestemt rente. Et grunnleggende spørsmål er hvor viktig denne styringspolitikken er, og hvor meget av anstrengelser og ressurser som bør settes inn på å få til en slik styring. Etter min mening har de politiske myndigheter i Norge tendens til å overdramatisere følgene av å redusere ambisjonene på dette feltet. I vår åpne økonomi er det ikke gitt at mindre tilbuds- eller etterspørselsoverskudd vil gi seg uheldig utslag av betydning på sysselsetting eller prisstigning, fordi man får relativt raske utslag i form av eksport- eller importoverskudd. Med den utenriksøkonomiske handlefrihet som Norge har og har hatt, skulle egentlig ikke moderate variasjoner i nettogjeldsposisjonen overfor utlandet representere noe problem i det hele tatt. I en moderne åpen økonomi er antagelig inntektspolitikk og valutakurspolitikk viktigere for målsetningene om full sysselsetting og prisstabilitet enn finstyring av etterspørselen. Jeg tror derfor at betydningen av penge- og kredittpolitikken i så måte har vært noe overvurdert. Videre mener jeg det er tvilsomt om de kostnader i form av effektivitetstap som følger av kredittreguleringspolitikken oppveier de eventuelle stabiliseringsfordeler det her er snakk om.

Etter å ha diskutert strukturell effektivitet og effektivitet i stabiliseringspolitikken, er jeg nå kommet til penge- og kredittpolitikkenes tredje hovedfunksjon, nemlig dens rolle for oppfyllelsen av de mer langsiktige mål for den økonomiske utvikling. Det er gjerne fem hovedmål som settes opp for den økonomiske politikk generelt, nemlig 1) full sysselsetting, 2) balanse i utenriksregnskapet, 3) prisstabilitet, 4) inntektsutjevning og 5) økonomisk vekst. Jeg har tidligere berørt de tre første målene under diskusjonen av stabiliseringspolitikk, og jeg skal derfor nøye meg med å vurdere de to sistnevnte målsettingene, nemlig inntektsutjevning og økonomisk vekst.

Vår lavrentepolitikk er som kjent bl.a. blitt begrunnet med dens påståtte gunstige inntektsfordelingsvirkninger. Som Renteutvalgets innstilling påviser, er det imidlertid høyst tvilsomt om rentepolitikken har virket til gunst for lavinntektsgrupper i samfunnet, ja faktisk er det ikke usannsynlig at den samlede virkning har gått motsatt vei. Grunnen til dette er selvsagt at det er husholdninger med høy inntekt som i praksis har lettest for å komme langt fremme i lånekøene når f.eks. billige pantelån skal rasjoneres ut. Et viktig tilleggsmoment er at rentepolitikk virker altfor generelt til å være et egnet virkemiddel til fremme av spesielle mål for inntektsfordelingen. I så måte er renten klart underlegen i forhold til finanspolitiske virkemidler.

Også den selektive kredittpolitikken kan betraktes som delvis inntektsfordelingspolitikk fordi lånene, f.eks. fra statsbankene, blir gitt med betydelige rentesubsidier. Myndighetenes hensikt med dette er å sikre billig kapitaltilførsel til vanskeligstilte næringer eller distrikter, eller til spesielle formål, f.eks. «sosial boligbygging.» Ofte er ønsket å øke antallet av, eller sikre eksisterende arbeidsplasser i spesielle distrikter. Mot denne form for kapitalsubsidieringspolitikk kan det innvendes at målene kunne nås mer effektivt ved andre typer virkemidler. Inntektsoverføringer bør som kjent i størst mulig grad ta form av direkte støtte snarere enn gjennom kapitalsubsidiering som fører til sløsing med samfunnets realkapital. På denne måten kan man få til samme grad av inntektsoverføring uten å binde unødig meget kapital i næringer eller virksomheter med lav samfunnsøkonomisk kapitalavkastning. Når det gjelder bruk av kapitalsubsidiier til å styrke sysselsettingen, er det temmelig åpenbart at direkte subsidiering av bruk av arbeidskraft må være samfunnsøkonomisk gunstigere. I praksis har det vist seg at kapitalsubsidieringspolitikken kan lede til en ekstrem grad av kapitalintensitet f.eks. i utkantdistrikter hvor det snarere er behov for arbeidsintensiv virksomhet.

Når det gjelder mulige sammenhenger mellom penge- og kredittpolitikk og økonomisk vekst, skal jeg begrense meg til to spørsmål, nemlig om de langsiktige vekstvirkinger av den selektive kredittpolitikk og virkningen av lavrentepolitikken på den private sparing. Nettopp fordi den selektive kredittpolitikk i stor grad setter til side avkastningskrav som kriterier for kredittallokeringen, vil man vente lav økonomisk avkastning av de prioriterte investeringer, og følgelig lavere økonomisk vekst enn det som ville ha vært maksimalt oppnåelig med de samme totale kapitalressurser. Dette kan helt eller delvis være forklaringen på at den økonomiske vekst vi har hatt i de siste tretti år ikke har vært så sterk som den høye investeringsraten i etterkrigstiden kanskje skulle tilsi.

Spørsmålet om sammenhengen mellom lavrentepolitikken og den private sparing er viktig fordi det i økonomier som den norske med overskuddsetter-spørsel etter kapital, er sparingen og ikke investeringsetterspørselen som virker begrensende for de realiserte realinvesteringer (for gitt kapitalimport). Det har lenge vært en utbredt oppfatning blant økonomer at realrenten i liten grad virker inn på den private sparing. Går vi tilbake til teorien, vet vi at renteeffekten på sparingen i et perfekt lånemarked er ubestemt for en netto långiver fordi man ikke kan utelukke at den positive inntektsvirkningen på nåtidsforbruket av en renteøkning dominerer den negative substitusjonsvirkningen. For en låntager, der i mot, vil både inntekts- og substitusjonsvirkningen av en renteoppgang slå ut i samme retning og føre til en positiv effekt på sparingen. I Norge er den

private sektor som helhet netto låntaker, dvs. at gruppen av kreditorer dominerer gruppen av debitorer. Dette er selvsagt ikke et bevis for, men det sannsynliggjør etter min mening at rentevirkningen på den samlede private sparing er positiv. Et annet forhold som virker i samme retning, er at svært mange delvis sparer i form av direkte investering i realkapital (f.eks. hus), og for slike plasseringsobjekter vil det ikke gjøre seg gjeldende noen positiv inntektseffekt på nåtidskonsum av en renteøkning. En empirisk undersøkelse av Harald Bøhn⁵⁾ påviser da også en negativ realrenteeffekt på det samlede private forbruk i Norge.

Det er viktig å være klar over at også graden av kreditttrasjonering vil virke inn på den private sparing, og dette vil kunne minske noe av den uheldige virkning som lavrentepolitikken har på sparingen.

Det siste poenget illustrerer et annet viktig forhold, nemlig at det er vanskelig, hvis ikke umulig for myndighetene å hindre en ekspansiv kredittpolitikk i å føre til økt forbruk. Det er ikke bare konsumkreditt som øker forbruket. Også långivning som har til formål å øke investeringene vil i praksis kunne muligjøre større forbruk, som f.eks. når en huseier får belånt kapitalgevinster fra tidligere hussalg, eller når en bedriftseier velger å øke sine uttak til eget forbruk fra bedriften. Man skal heller ikke se bort fra at tilførsel av billig kreditt i enkelte tilfeller har ført til høyere lønninger til ansatte. Den kanskje største svakheten ved kredittbudsjettene er at slike forbruksvirkninger av kredittpolitikken ikke blir tatt eksplisitt hensyn til.

V

Avslutningsvis vil jeg helt kort komme med noen personlige synspunkter på hvilken utforming av pengepolitikken som kan møte 1980-årenes krav. Jeg skal gå ut fra, uten å kunne begrunne det nærmere her, at en viktig oppgave i 1980-årene vil bli å omstille næringsstrukturen slik at den bedre tilpasses oljeinntektene. Disse inntektene vil gjøre det fordelaktig å overføre ressurser fra visse tradisjonelle næringer, som eksportindustrien, til produksjon av varer og tjenester som vi vet vil bli mer etterspurt etter hvert som inntektsnivået i Norge stiger. For å få til en slik omstillingsprosess er det viktig at kredittmarkedet er fleksibelt, og at lønnsomhet blir hovedkriteriet for allokering av kapital. Særlig er det viktig at lønnsomme bedrifter, både eldre og nyetablerte, får lettere tilgang på risikovillig kapital. Etter min mening kan dette best gjennomføres ved desentralisert styring gjennom «markedsmekanismen.» Penge- og kredittpolitikken bør derfor legges opp slik at den støtter markedsmekanismen og ikke arbeider imot markedskreftene, slik kreditttrasjoneringssystemet

⁵⁾ Harald Bøhn: «Sammenhengen mellom penge- og kredittpolitikken og privat forbruk.», *Penger og Kreditt*, 1979/3, 192-198.

har virket. Det har vist seg at vårt nåværende kredittsystem, hvor en så stor del av den innenlandske kreditt-tilførsel går ut fra statsbankene, virker konserverende på bedrifts- og næringsstrukturen. Det er derfor i systemet innebygget en fare for at bedrifter eller kanskje hele næringer truet av den omstillingsprosess som er under veis, vil sikres evig liv via politiske kanaler.

De stabiliseringspolitiske oppgaver i 1980-årene vil antakelig også bli andre enn de vi er vant med. Problemet på arbeidmarkedet vil sannsynligvis bli mangel på arbeidskraft og ikke mangel på arbeidsplasser, forutsatt at man med en fornuftig inntektspolitikk får forhindret at oljeinntektene tas ut i form av lønnsøkninger utover det som svarer til produktivtetsveksten. Det største stabiliseringsproblem blir antakelig prispress i skjermene næringer. Nå skal man ikke se ensidig negativt på prisoppgang som forbedrer lønnsomheten i næringer med for liten kapasitet, for det er nettopp slik omstillingssignalene formidles i en desentralisert økonomi. Men det blir ikke en helt lett oppgave for stabiliseringspolitikken, herunder pengepolitikken, å avpasse det innenlandske prispresset. Den samlede prisstigning vil selvsagt også avhenge av den internasjonale prisstigning og valutakursutviklingen. Et aktuelt virkemiddel i prispolitikken vil være å gjennomføre moderate oppskrivninger av den norske kronen. Dette vil dessuten, på samme måte som prisoppgang på varer og tjenester produsert i skjermene næringer, ha den

gunstige virkning at den innenlandske etterspørsel vris bort fra pressede hjemmenæringer og over mot importvarer.

Et annet fenomen som myndighetene vil stå overfor, er sterk etterspørsel etter forbruksvarer og lav privat sparing. I og for seg er dette en naturlig reaksjon på den store formuesøkning Norge har fått i form av oljefunn. Myndighetene bør derfor seriøst overveie om det er riktig å ha en høy sparerate i 1980-årene. Dette innebærer som kjent at forbruksmuligheter overføres til de neste generasjoner som antakelig vil få et betydelig høyere forbruk enn det vi har i dag, uansett. Opplegget av penge- og kredittpolitikken vil måtte bli farget av hvilket valg som treffes i dette spørsmålet.

La meg avslutte med å nevne et forhold som jeg går ut fra vil bli tatt opp i større bredde senere i dag, og det er betydningen av vår økonomis åpenhet for pengepolitikken. Jeg tror at pengepolitikken i 1980-årene, blant annet som en følge av oljeinntektene, i enda sterkere grad enn før vil bli preget av betalingsbalanseforhold. Trolig vil det bli vanskeligere å opprettholde en effektiv reguleringsmessig kontroll med kapitalbevegelsene, og dette har konsekvenser for hvilke mål pengepolitikken mest effektivt kan bidra til å oppfylle. I 1980-årene vil det kanskje bli mer aktuelt å innrette pengepolitikken mot mål for betalingsbalansen, altså den eksterne balanse, og i mindre grad enn nå mot mål for den interne balanse.

KAPITALEKSPORT OG KREDITTINSTITUSJONENES ROLLE

Forts. fra side 49.

assistanse gjennom våre egne datterbanker eller våre forretningsforbindelser i den internasjonale bankverden når de skal sette igang sine konkrete tiltak.

Det er et stort arbeid som ligger foran oss, men vi føler at vi vil ha to ting igjen for dette arbeid: Fortsatt vekst og utvikling i vår tjenesteytende næring. Bankvirksomheten er en god og interessant næring. Den utfører en nyttig funksjon. Den er inntektsskapende og gir gode arbeidsplasser. Bankarbeidet er også forholdsvis avansert, og passer godt i en økonomi som er i utvikling som den norske.

For det annet vil vi ha tilfredsstillelsen ved å bidra til en nyttig og ønskelig bevaring av oljekapitalens motstykke for fremtiden.

Jeg håper at jeg med dette har gjort den fremmede fuglen som heter norsk kapitaleksport litt mer levende for dere. Jeg håper også at jeg skal få anledning til å komme tilbake hit om noen år for å fortelle at den er vokset og blitt meget større!

Enkelte hovedpunkter i norsk penge- og kredittpolitikk framover¹⁾

AV
EKSPEDISJONSSJEF THORVALD MOE
FINANSDEPARTEMENTET



Innledningsvis antydes en rolle for penge- og kredittpolitikken i vårt økonomisk-politiske styringssystem, og det pekes på aktuelle oppgaver for penge- og kredittpolitikken i tiden framover i lys av etterspørselsreguleringen gjennom finans- og kredittpolitikken. Deretter omtales opplegget av kredittbudsjettet i Nasjonalbudsjettet for 1981 som hjelpemiddel i den kredittpolitiske styring og de endringer det legges opp til for obligasjonsmarkedet og rentepolitikken. Konsekvensene for strukturen på kredittmarkedet belyses, og det vises at en de siste par år har oppnådd en vesentlig bedre balanse mellom kreditttilførselen fra forretnings- og sparebanker, obligasjonsmarkedet og statsbankene. Til slutt drøftes kort mulighetene for en selvstendig penge- og kredittpolitikk i en liten åpen økonomi. Det pekes bl.a. på at hvis de foretatte endringer i kredittpolitikken fører til at styringen av den innenlandske kreditttilførsel blir mer effektiv enn før, kan dette tilsi at behovet for å regulere den langsiktige kapitalinngangen fra utlandet blir større enn tidligere.

1. Strategi for den økonomiske politikk

Hovedmålet for norsk økonomisk politikk er å opprettholde full sysselsetting. Samtidig ønsker en å oppnå moderat pris- og kostnadsvekst, bl.a. for å sikre sysselsettingen på sikt og en forsvarlig utvikling i utenriksøkonomien. En har også en rekke, tildels nokså konkrete, fordelingspolitiske mål.

Selv om vi vel har større handlefrihet enn mange andre industrialiserte land på grunn av oljeinntektene, krever mange mål og et høyt ambisjonsnivå en rekke virkemidler slik de internasjonale økonomiske utsikter nå er. En kan vel også si at det at vi har olje på mange måter setter større krav til økonomisk disiplin og forståelse for problemene hos oss enn i land som ikke produserer olje og gass.

Den *strategi* som ligger til grunn for den økonomiske politikken innebærer bl.a. følgende:

Thorvald Moe var forskningsstipendiat ved NAVF i 1968 og 1969 og tok en Ph.D. i sosialøkonomi ved Stanford University i California i 1970. Han har arbeidet i Finansdepartementet siden 1970, først i Planleggingsavdelingen og deretter i Finansavdelingen. Han er nå ekspedisjonssjef og leder av Økonomiavdelingen. Moe er bl.a. formann i Nasjonalbudsjettutvalget og i Kredittpolitisk Samarbeidsutvalg under Kredittpolitisk Råd.

¹⁾ Det er foretatt mindre endringer i forhold til innlegget på Høstkonferansen. Forfatteren vil takke sine kolleger Svein Gjederem og Øystein Løining for bidrag til innlegget. Feil og mangler står for egen regning.

- Gjennom *pris- og inntektspolitikken* søker en på en direkte måte å moderere pris- og kostnadsveksten, og en tar også sikte på å nå fordelingspolitiske mål.
- Skal en ha muligheter for å lykkes med dette må etterspørselsreguleringen gjennom *finans- og kredittpolitikken* være relativt stram slik at det generelle presset i økonomien ikke blir for sterkt. Men *balansen* mellom finans- og kredittpolitikken er også viktig, bl.a. fordi den påvirker sammensetningen av den innenlandske etterspørsel. Dette gjelder både forholdet mellom konsum og investeringer og forholdet mellom offentlig og privat etterspørsel. Jeg tror det er bred enighet om at denne delen av politikken bør legges opp slik at vi kan opprettholde et høyt nivå både for offentlige og private investeringer i årene framover, og det setter grenser for veksten i konsumet.
- Det er karakteristisk for situasjonen i vårt land at vi har et meget stramt arbeidsmarked i sentrale strøk av landet med overskuddsetterspørsel etter arbeidskraft. Samtidig er det noe større registrert ledighet enkelte steder, særlig i de nordligste fylker. Ved en aktiv *arbeidsmarkedspolitik* vil en bidra til å løse dette problemet. Dermed behøver en ikke i samme grad å tilpasse den generelle etterspørselsregulering etter kortsiktige konjunktursvingninger og regionale og punktvis problemer på arbeidsmarkedet. Men arbeidsmarkedstiltakene skal også bidra til at arbeidsmarkedet

fungerer bedre, f.eks. slik at det blir bedre balanse mellom etterspørsel og tilbud av arbeidskraft. Et tredje siktemål for arbeidsmarkedspolitikken er å yte hjelp til svake grupper på arbeidsmarkedet og å redusere ledigheten blant unge mennesker.

- Hvis vi klarer å gjennomføre intensjonen bak en slik arbeidsmarkedspolitikk, blir det samtidig lettere å gjennomføre en endring i *industripolitikken*. Industriltakene kan da i større grad enn de senere år konsentreres om å bedre rammebetingelser for industrien og å stimulere til økt vekstkraft og produktivitetsvekst i vårt næringsliv.

Jeg nevner dette innledningsvis for å sette penge- og kredittpolitikken inn i den sammenheng som vi forsøker å legge til grunn i Norge. Vi satser ikke ensidig på penge- og kredittpolitikken slik det gjøres i noen andre land, og samtidig bør penge- og kredittpolitikken i vårt land samordnes med de øvrige økonomisk-politiske tiltak. I vårt økonomisk-politiske styringssystem tilsier dette etter min mening at Finansdepartementet fortsatt bør spille en viktig rolle ved opplegget og gjennomføringen av penge- og kredittpolitikken.

2. Nærmere om penge- og kredittpolitikken. Den aktuelle situasjon og oppgavene framover

Etterspørselsreguleringen gjennom finans- og kredittpolitikken fra 1978 til nå har hatt som siktemål å understøtte valutapolitiske tiltak og pris- og inntektsstoppen. Bl.a. fordi finanspolitikken har vært relativt ekspansiv, har en søkt å avbalansere dette ved en stram kredittpolitikk. Dette har bl.a. skjedd ved:

- At statsbankenes innvilgningsrammer har vært holdt om lag nominelt uendret etter 1977.
- En klar tilstramming i forretnings- og sparebankenes veiledende utlånsrammer.
- Forsøk på direkte å begrense kreditttilførselen til privat konsum, bl.a. gjennom avtaler med bankforeningene.
- Relativt stramme obligasjonsrammer overfor kommunene.

Disse tiltak for å begrense kreditttilførselen er i noen grad blitt understøttet av en oppjustering av nominelle renter.

Den aktuelle situasjon er at vi må erkjenne at det er en grense for hvor langt kredittpolitiske tiltak kan motvirke effekten på pris- og kostnadsutviklingen av en etterspørselsstimulerende finanspolitikk. På lengre sikt vil en uheldig balanse her gjøre det vanskelig å opprettholde et høyt investeringsnivå. Det er f.eks. grunn til å understreke betydningen av produktivitetsfremmende investeringer, ikke minst i forhold til konkurransevnen.

Kredittopplegg som forutsetter at de private bankene over lengre tid skal låne ut to/tredjedeler eller mindre av innskottsveksten har også vist seg

Tabell 1. *Øking i publikums²⁾ likviditet³⁾ fra innenlandske kilder og valutatransaksjoner med utlandet. Korrigert for oljeskatter. Prosent 1972 – 1981.*

| | 1972 | 1977 | 1980 | 1981 ¹⁾ |
|---|------|-------|------|--------------------|
| Tilførsel ved statlige sektorers underskott før lånetransaksjoner | -4,5 | 3,0 | 5,7 | 6,5 |
| + Tilførsel over kredittmarkedet | 14,6 | 23,5 | 11,8 | 13,9 |
| <i>Herav:</i> | | | | |
| - Statlige lånetransaksjoner inkl. statsbankene | 6,1 | 11,2 | 6,5 | 6,1 |
| - Forretnings- og sparebankene, obligasjonsmarkedet m.v. . . | 8,5 | 12,3 | 5,3 | 7,8 |
| = Tilførsel fra innenlandske kilder | 10,1 | 26,5 | 17,5 | 20,4 |
| + Tilførsel ved valutasalgs . . | 1,6 | -10,8 | -8,5 | -10,3 |
| = Øking i publikums likviditet | 11,7 | 15,7 | 9,0 | 10,1 |

¹⁾ For 1981 budsjettall.

²⁾ Publikum er definert som private og kommuner, statens forretningsdrift og andre private finansinstitusjoner enn banker.

³⁾ Publikums likviditet omfatter beholdning av sedler og mynt, innskott i private og offentlige banker, (unntatt sparing med skattefradrag) og ubenyttede kassekreditter og byggelån i banker.

Kilde: Nasjonalbudsjettet 1981. Tabell 1.9.

vanskelig å gjennomføre. Videre vil effekten av direkte reguleringer av kreditt til konsumformål gjennom konsumlånforståelser m.v. etterhvert avta.

Jeg tror derfor at en godt tilpasset etterspørselsregulering *i tiden framover* i større grad må baseres på finanspolitiske tiltak. Ser vi f.eks. på tilførselen ved statlige sektorers underskott før lånetransaksjoner korrigert for oljeskatter i tabell 1, gir denne indikator for finanspolitikken virkninger på den innenlandske økonomi et bilde av en stadig mer ekspansiv finanspolitikk fra 1972 til 1981. Samtidig viser tabellen at tilførselen over kredittmarkedet i prosent av beholdningene ved inngangen til året faktisk er i samme størrelsesorden i 1981 som i 1972. Skal vi redusere tilførselen fra innenlandske kilder i årene framover bør dette derfor delvis skje gjennom finanspolitikken.

Kredittoppleggene må selvsagt fortsatt tilpasses en samlet ramme for finans- og kredittpolitikken som skal bidra til å begrense etterspørselspresset. En kan derfor fortsatt få en relativt stram kredittpolitikk med sikte på å dempe pris- og kostnadsveksten. Men innenfor en slik samlet ramme vil en hovedoppgave for kredittpolitikken være å bidra til at en når realøkonomiske mål for investeringsutviklingen, f.eks. investeringer i boliger, i industrien, kraftverksforsyning osv. En annen hovedoppgave vil være

styringen av den realøkonomiske utvikling i kommuner og fylkeskommuner.

Av andre ting som vil være av betydning for penge- og kredittpolitikken i tiden framover er de retningslinjer og forslag som tar sitt utgangspunkt i Strukturgruppens og Renteutvalgets tilrådinger. Jeg viser her til de prinsipielle retningslinjer som regjeringen bl.a. på dette grunnlag trakk opp i Revidert nasjonalbudsjett. Fordi noe av gjennomføringen er konkretisert gjennom framlegget av Nasjonalbudsjettet for en uke siden, vil jeg nå gå over til å skissere noen av hovedpunktene i penge- og kredittpolitikken framover slik de er trukket opp i regjeringens økonomiske plan for 1981.

3. Kredittbudsjettet og kredittpolitisk styring

Offentlig styring av den totale kreditttilførsel og fordelingen av denne til prioriterte formål har i hele etterkrigstiden vært hovedelementer i den norske kredittpolitikken. De avledede mål en styrer etter er sammenfattet i de kredittbudsjett-tabeller som legges fram i Nasjonalbudsjettet. Styringen av den samlede kreditttilførsel og fordelingen av denne til prioriterte formål – spesielt via statsbanksystemet – vil fortsatt stå sentralt ved utformingen og gjennomføringen av penge- og kredittpolitikken. En vil beholde den etablerte presentasjonsformen for kredittopplegget, og de kredittbudsjett-tabeller som legges fram i Nasjonalbudsjettet for 1981 har derfor samme utforming som i tidligere år. Enkelte av de budsjetterte kredittallene kan imidlertid gis en litt annen tolkning enn tidligere, f.eks. tallene for obligasjonsmarkedet og obligasjonsutstedende kredittforetak.

Ved vurderingen av den *totale kreditttilførsel* er det som nevnt flere hensyn som må veies mot hverandre. På den ene siden legger vi opp til at det totale kredittvolum ikke blir større enn den nominelle utvikling tilsier. Dette for å unngå at pris- og kostnadsveksten blir sterkere enn ønskelig og konkurransevnen svekkes. På den annen side må vi sørge for at den totale kreditttilførsel blir slik at en får realisert de realøkonomiske mål.

I den planleggings- og budsjetteringsprosess som ligger til grunn for Nasjonalbudsjettet foregår det en kontinuerlig vurdering av disse hensyn. I denne prosessen er den realøkonomiske modellen MODIS og kredittbudsjetteringsmodellen KRØSUS viktige hjelpemidler, og det er et betydelig samspill mellom disse. Vi legger i denne forbindelse atskillig vekt på vurderinger av utviklingen i fordringer og gjeld. Det vil si utvikling i sektorbalanser for sjøfart, oljevirkosomhet, næringslivet utenom olje og sjøfart, husholdninger og kommuner. Med utgangspunkt i en sektors sparing/egenfinansiering og med rimelige forutsetninger om fordringstilpasningen, gir slike analyser et bilde av den kreditttilførsel som er nødvendig for å kunne realisere en anslått investeringsutvikling i sektoren. Samtidig vurderes

realismen i det realøkonomiske anslaget for investeringsutviklingen gitt utviklingen i sparing/egenfinansiering i den enkelte sektor.

De realøkonomiske mål og anslag kan i neste omgang bli endret, noe som igjen får konsekvenser for kredittbudsjettet. Et slikt samspill kan skje i flere omganger, og denne type vurderinger vil vi forsøke å videreutvikle i Finansdepartementet i tiden framover.

Som jeg var inne på tidligere, vil den realøkonomiske utvikling i kommuner og fylkeskommuner være viktig for kredittopplegget. I motsetning til i f.eks. Sverige og Danmark, har de sentrale myndigheter i vårt land i betydelig grad direkte styring med kommunesektorens tilgang på midler. Det gjelder for det første ved fastsettingen av kommunenes skatteinntekter, og avgiftene kan påvirkes gjennom prisforskrifter. Videre styrer sentrale myndigheter ved rammer, kreditttilførselen til kommuner fra obligasjonsmarkedet, statsbankene og utlandet. Disse finansieringskildene utgjør om lag tre fjerdedeler av den samlede kreditttilførsel til kommunesektoren. I prinsippet er det ikke noe i veien for å utvide denne direkte rammestyringen til å gjelde kreditttilførselen fra andre kilder, f.eks. fra forretnings- og sparebankene.

For 1981 er det lagt til grunn en reell vekst i kommunesektorens kjøp av varer og tjenester med om lag 1½ pst., og med en reell nedgang i investeringene på om lag 5 pst. Dette tilsier om lag uendret nominell kreditttilførsel til kommunene neste år og de nevnte rammer er da tilpasset disse forutsetninger.

Når det gjelder styringen av den *innenlandske kreditttilførsel* slik denne er definert og spesifisert i kredittbudsjettet, legges det ikke opp til noen prinsipielle eller praktiske endringer for kreditttilførsel fra *statsbankene*. En tar fortsatt sikte på å styre denne ved *innvilgningsrammer* for hvert enkelt år fordelt på de enkelte banker og låneformål, og ved lånevilkårene, herunder avdragstider og rentevilkår. Dette er naturlig ut fra formålet med statsbanksystemet som er å sikre kreditt for å løse særskilte nærings-, bolig- og distriktpolitiske oppgaver. Kriteriene for iverksetting av slike prosjekter er til dels avledet av samfunnsmessige og politiske mål. La meg nevne i denne forbindelse at en har iverksatt forslaget fra Renteutvalget om at de rentesubsidier som følger av de relativt lave utlånsrentene i statsbankene skal bevilges over statsbudsjettet fra og med 1981. En har derfor lagt til grunn at statsbankene heretter skal betale en rente på sine *innlån* fra staten som svarer til den rente staten selv må betale for å låne på obligasjonsmarkedet. Dermed kommer disse subsidiene klarere fram enn de har gjort til nå. I 1981 kan disse rentesubsidiene grovt anslås til 2 milliarder kroner.

Heller ikke for *livsforsikringselskaper, pensjonskasser* mv. tar en sikte på noe prinsipielt anderledes styringsmekanisme enn tidligere. I 1981 vil en styre

utlånene indirekte ved at selskapene pålegges plasseringsplikt i obligasjoner som en pst. av forvaltningsveksten. Det samme gjelder utlån fra *skadeforsikringsselskaper* og *private finansieringsselskaper* som vil bli direkte regulert med hjemmel i kredittlovens paragraf 12.

Videre er det fastsatt veiledende tall for utlånsøkningen fra *forretnings- og sparebankene* som grunnlag for styringen ved de likviditetspolitiske virkemidler i kredittloven.

Så langt er det derfor ingen vesentlige prinsipielle endringer i forhold til den praksis som har vært fulgt tidligere. Når det gjelder obligasjonsmarkedet er det som kjent gjennomført endringer samtidig med framlegget av Nasjonalbudsjettet. Jeg vil derfor komme litt inn på opplegget for kreditttilførselen fra denne del av kredittmarkedet.

4. Opplegget for obligasjonsmarkedet

Bakgrunnen for forslaget om en friere organisering av obligasjonsmarkedet er nærmere omtalt i Revidert nasjonalbudsjett. La meg kort repetere følgende hovedpunkter:

- Emisjonsreguleringen skal ikke i samme grad som tidligere benyttes til å begrense etterspørselen etter obligasjonskreditt.
- Samtidig vil det fortsatt være nødvendig å benytte plasseringspliktbestemmelsene. Dette gjøres for å sikre et visst minimumstilbud av kreditt og for at det ikke skulle bli for store utslag på obligasjonsrenten. Det er imidlertid ikke siktemålet at en gjennom størrelsen på plasseringsplikten skal få garantert avsetningen av et visst obligasjonsvolum.

Det prinsipielle utgangspunkt for omleggingen vil være at flest mulige formål heretter kan nytte obligasjonsmarkedet i den grad etterspørsels- og tilbudsforholdene muliggjør dette. Det vil likevel være nødvendig i tiden framover å holde enkelte formål utenfor denne del av kredittmarkedet og å fastsette rammer for andre formål.

For de formål som til nå er finansiert i utlandet, og når finansieringsbehovet samtidig er stort i forhold til det totale innenlandske obligasjonsmarked, vil det ikke bli gitt adgang til det innenlandske obligasjonsmarked. Dette gjelder deler av *sjøfarts- og oljesektoren*, hvor en legger til grunn at finansieringen fremdeles skal skje i utlandet.

En vil fortsatt opprettholde *emisjonsrammer for kommunesektoren*. Bakgrunnen for dette er at omfanget av kommunenes kjøp av varer og tjenester fortsatt bør styres som ledd i etterspørselsreguleringen gjennom finans- og kredittpolitikken. Det kredittfinansierte kjøp av varer og tjenester vil bli styrt ved at myndighetene direkte fastsetter en stor del av den samlede kreditttilførsel til kommunene. Dette vil samtidig kunne bidra til at kommunenes gjeldsbyrde ikke blir for stor. Kommunenes etterspørsel etter

kreditt blir også bestemt etter noe andre kriterier enn for næringslivet. Fordi kommunene og kommuneforetakene er nært sammenknyttet, bør hele denne sektoren styres ved rammer på obligasjonsmarkedet, slik en hittil har gjort det.

I tillegg til å nytte *rammer* for den offentlige sektor eller for virksomhet med nær tilknytning til denne, er det også nødvendig å nytte rammer når en sektors etterspørsel etter lån er stor på grunn av særskilte forhold, f.eks. pga. skattereglene. I en slik situasjon kan lånetakerne stå særlig sterkt på markedet, og vil derfor kunne skaffe seg en uforholdsmessig stor andel av den samlede obligasjonskreditt. Dette forhold gjelder i stor grad *boligfinansieringen*. På denne bakgrunn har en lagt til grunn at de kredittforetak som finansierer boligbygging, skal ha rammer for den del av virksomheten som gjelder boligfinansiering. Boligrammene for slike kredittforetak må ses i sammenheng med de årlige opplegg for boligfinansieringen. Boligopplegget for 1981 er omtalt nærmere i Nasjonalbudsjettet, og jeg vil ikke gå nærmere inn på det her.

Det vil også være nødvendig med *rammer* når lånefinansieringen er betinget av statlig støtte eller statlig garanti. Verftssektorens mottatte ordrer på innenlandske leveringer av skip har i de senere år i betydelig grad vært søkt styrt gjennom de meget omfattende statlige størreordninger med sysselsettingslån, pristilskott, tollrefusjon m.v. For finansiering av innenlandske leveringer av skip har en ikke brukt emisjonsrammer. Finansdepartementet har imidlertid med bakgrunn i retningslinjene for finansiering av innenlandske skipskontrakter gitt emisjonstillatelse i hvert enkelt tilfelle. Denne praksis vil fortsatt bli fulgt.

Det vil fortsatt være behov for visse reguleringer av teknisk art. Det er således nødvendig å fastsette et *minimumsbeløp* for emisjoner av ihendehaverobligasjoner. En legger til grunn et minimumsbeløp på 10 mill. kroner.

En vil også stille krav om at det skal være dannet *et garantikonsortium* når lånet legges ut til offentlig tegning. For øvrig legger en til grunn at *andre finansinstitusjoner enn obligasjonsutstedende kredittforetak* ikke skal gis adgang til å oppta lån på obligasjonsmarkedet.

Disse retningslinjer innebærer at emisjonsreguleringen etter kredittlovens paragraf 15 heretter vil bli benyttet i mer begrenset utstrekning. Kreditttilførselen vil derfor i noe større grad bli påvirket ved indirekte virkemidler. F.eks. vilkårene for eller omfanget av statlige lån og statlige institusjoners kjøp av obligasjoner.

En nærmere spesifisering av de tilfeller hvor Finansdepartementet fortsatt vil kreve emisjonstillatelse for opptakelse av ihendehaverobligasjonslån er gitt i Nasjonalbudsjettet, og Norges Bank har på dette grunnlag sendt ut rundskriv til kredittinstitusjonene.

Før jeg går over til å si noen ord om rentepolitikken vil jeg vise til at det er gitt anslag for kredittførselen fra obligasjonsmarkedet og kredittforeninger i kredittbudsjettet slik som før. Dette er forøvrig økt fra vel 3,3 milliarder kroner i 1980 til 6,4 milliarder i 1981. Tolkningen av dette anslaget kan som nevnt sies å være noe anderledes enn tidligere, og det realisererte tall kan i noen grad ses i sammenheng med utviklingen i andre størrelser i kredittbudsjettet, f.eks. utlånsrammene for forretnings- og sparebankene og fra forsikringsselskapene. Langsiktige lån fra banker og forsikringsselskaper kan for en låntaker være et nært substitutt til lån over obligasjonsmarkedet. I så fall vil den realøkonomiske utvikling ikke avhenge av kilden for kredittførselen. Hvis en får realisert en realøkonomisk utvikling omtrent som planlagt i Nasjonalbudsjettet innenfor en forsvarlig totalramme, kan det f.eks. ved gjennomføringen av kredittopplegget i noen grad være hensiktsmessig å se kredittførselen fra private banker, forsikring og over obligasjonsmarkedet i sammenheng.

5. Rentepolitikken

Sammen med et friere obligasjonsmarked er det forutsetningen at en mer *fleksibel rentepolitikk* vil gjøre det lettere å regulere likviditeten i bankene. Det skulle dermed bedre mulighetene for å styre det totale kredittvolum og dermed den realøkonomiske og nominelle utvikling. Hensikten med endringene er altså å oppnå bedre økonomisk-politisk styring, ikke det motsatte som enkelte kritikere har hevdet.

Grunnen for dette er det nærmere redegjort for i Renteutvalgets innstilling og i Revidert nasjonalbudsjett 1980. For det første er det vanskelig å styre både pris- og kvantum uavhengig av hverandre. Hvis renten kan bli mer fleksibel vil det være lettere å styre kredittførselen i tråd med makroøkonomiske mål. For det andre peker Renteutvalget i sin innstilling på at fordelingspolitiske mål kan nås mer effektivt med direkte tilskott over offentlige budsjetter enn ved lavere eller subsidierte renter.

I tråd med Renteutvalgets tilrådinger legges det nå altså opp til en friere rentedannelse på obligasjonsmarkedet. Rentepolitikken på dette punkt må bl.a. koordineres med opplegget for opptak av innenlandske obligasjonslån, d.v.s. vilkår for og omfanget av de ulike statlige lån. Staten har for øvrig i høst lagt ut et 5 års lån med en rente på 9,5 pst. p.a. og har dermed ikke endret renten i statslån.

I Nasjonalbudsjettet forutsettes det videre en renteøkning på 1 prosentenheter på *statsbankenes utlån* i 1981. Dette er imidlertid ikke noen prinsipiell endring. Rentene på disse lån vil fortsatt ligge lavere enn markedsrentene for tilsvarende lån, men forskjellen forutsettes ikke å øke i forhold til tidligere.

Også for rentene på *utlånene fra forretnings- og sparebankene og livsforsikringsselskapene* vil rentefastsettelsen bli mer fleksibel enn tidligere, men det

forutsettes fortsatt en administrativ fastsetting av rentesatsen ved renteerklæringer fra Finansministeren. En skiller mellom renteleier for henholdsvis kortsiktige og mellomlange og langsiktige utlån, og det legges opp til at de kortsiktige rentene kan variere mer enn de langsiktige, både opp og ned. Etterspørsels- og tilbudsforholdene på kredittmarkedet tilsier dette. Det har bl.a. sammenheng med at kortsiktige utlån i betydelig utstrekning finansierer f.eks. lagerinvesteringer, varekreditter m.v. Langsiktige lån finansierer hovedsakelig investeringer i fast kapital.

Begrunnelsen for fortsatt administrativ fastsetting av disse utlånsrentene er at regjeringen fortsatt ønsker å ha en direkte styring med og sikkerhet for at ikke rentene øker for mye. Men selv om Finansdepartementet fastsetter renteleiet, unngår en samtidig stivheten ved den tidligere normering av en rekke rentesatser i kredittinstitusjonene. Dermed kan kredittinstitusjonene selv fastsette de enkelte rentesatser innenfor de retningslinjer som gjelder for det gjennomsnittlige renteleiet.

Noen rentesatser vil fortsatt være *normert*. Det gjelder f.eks. boligbyggelån med konverteringstilsgagn fra statens boligbanker, såkalte PSV-lån og lån under spesialkvoter. Også disse rentesatser er hevet ved framlegget av Nasjonalbudsjettet.

6. Strukturen på kredittmarkedet

Den strukturgruppe som ble nedsatt under Kredittpolitisk Råd med direktør Skånland som formann pekte på flere forhold som var uheldige. Jeg mener at myndighetene på flere punkter gjennom de kredittpolitiske oppleggene for 1980 og 1981 har gjennomført tiltak som bidrar til å bedre disse forhold.

La meg i denne forbindelse starte med å understreke at statsbankenes plass i vårt kredittsystem vil være like sentral i årene framover som til nå. Problemet var imidlertid at statsbankenes innvilgninger som et ledd i motkonjunkturpolitikken ble økt sterkt fra 1974 til 1977. Når det så i 1978 var nødvendig å stramme til penge- og kredittpolitikken var det vanskelig å reversere dette raskt. Imidlertid har en, som jeg nevnte innledningsvis, holdt statsbankenes innvilgninger nominelt omtrent på samme nivå i fire år, bl.a. som et ledd i å gjenopprette en tidligere balanse på kredittmarkedet.

Andre tiltak har også bidratt i denne forbindelse. I 1980 ble en del av de boliger som tidligere ble finansiert i Statens boligbanker overflyttet til forretnings- og sparebankene og Postsparebanken og finansiert på spesielle vilkår (såkalte PSV-lån). Denne ordningen er videreført i 1981, og den ser ut til å bidra til bedre kredittpolitisk balanse *samtidig* som en vil nå de fastsatte boligpolitiske mål. For 1981 bidrar dette tiltaket isolert sett til en reduksjon av utlånsveksten fra statsbankene på 1 pst., slik at utlånsveksten kommer ned på 11,5 pst. Også skjerpede avdragsvilkår har bidratt til dette.

Tabell 2. *Sammensetningen av den innenlandske kreditttilførsel, andeler i pst.*

| | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Forretnings- og sparebanker | 35,6 | 25,0 | 33,6 | 27,8 | 32,8 |
| Statsbanker inkl. utenlandske låneopptak | 33,0 | 48,3 | 45,2 | 42,2 | 29,8 |
| Private finansierings-selskaper, skadeforsikring | 5,7 | 6,0 | 6,1 | 7,2 | 6,9 |
| Livsforsikring, obligasjonsmarkedet og kredittforeninger | 11,1 | 8,9 | 6,5 | 13,1 | 21,0 |
| Aksjemarkedet | 2,4 | 3,6 | 3,3 | 4,7 | 4,3 |
| Ymse | 12,2 | 8,2 | 5,3 | 5,0 | 5,2 |
| | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Kilde: Nasjonalbudsjettet 1981, tabell 8.3.

Overflytting av boliglån til de private banker sammen med et friere obligasjonsmarked bidrar til at kreditttilførselen fra denne del av kredittmarkedet øker. Tabell 2 viser dette.

Vi ser f.eks. at tilstrammingen overfor forretnings- og sparebankene i 1978 førte til at deres andel av den innenlandske kreditttilførsel ble redusert til 25 pst. Samtidig kom statsbankenes andel, når vi tar med Kommunalbankens formidlingslån i utlandet, opp i over 48 pst. eller nær halvparten av kreditttilførselen fra innenlandske kilder. Samtidig gikk obligasjonsmarkedets andel ned til under 9 pst.

I kredittbudsjettet for 1981 er forretnings- og sparebankene oppe i en andel på nær 33 pst. som ikke er langt under den andel de hadde i 1977. Samtidig har vi som nevnt lagt til grunn en kreditttilførsel over obligasjonsmarkedet på 6,4 milliarder eller 21 pst. av totalen. Disse to kilder er altså budsjettert til nesten 55 pst. av den totale kreditttilførsel fra innenlandske kilder. Opplegget for statsbankene innebærer en andel på ca. 30 pst. som faktisk er noe lavere enn den andel de hadde i 1977 (I 1975 var f.eks. statsbankenes andel vel 25 pst.).

Jeg mener derfor at den sammensetning av den innenlandske kreditttilførsel vi hadde før endringene i den økonomiske politikken i 1978 langt på vei er gjenopprettet gjennom det kreditt-politiske opplegget for 1981. I tillegg kommer forutsetningene om en økende andel fra obligasjonsmarkedet sammen med forutsetningen om en friere organisering av dette markedet.

7. Mulighetene for en selvstendig penge- og kreditt-politikk i en liten åpen økonomi

Hvordan er så mulighetene for ved penge- og kredittpolitiske tiltak å påvirke utviklingen i den innenlandske etterspørsel etter varer og tjenester i en liten, åpen økonomi som den norske? Jeg legger da til grunn det nåværende valutakurssystem, og jeg vil kort se på følgende avledende målstrørelser:

- Styring av bankenes likviditet.
- Styring av kredittførselen til private og kommuner.
- Styring av publikums likviditet eller pengemengde.

Disse målstrørelser er selvsagt ikke uavhengig av hverandre.

Hvis myndighetene hever primærreservekravet og derved binder likviditeten i banksystemet, vil samtidig renten i det kortsiktige pengemarkedet øke. En slik renteøkning innenlands kan føre til at næringslivet i større grad ønsker å ta opp kortsiktige lån i utlandet, f.eks. ved at importører utnytter mulighetene for varekreditter. Samtidig vil næringslivets etterspørsel etter kroner på termin øke. Dette vil i så fall føre til at bankene må selge kroner og kjøpe utenlandsk valuta på termin. Økt kjøp av valuta på termin må kurssikres i spotmarkedet og fører til kapitalinngang til bankene. En slik eventuell kapitalinngang til næringslivet og bankene kan, ved Norges Banks intervensjoner i valutamarkedet, føre til at bankene blir tilført likviditet. Virkningene av hevingen av primærreservekravet på bankenes likviditet blir i så fall svekket.

Det foreligger så vidt jeg vet ingen fullgode empiriske undersøkelser på norske data over hvor følsom den kortsiktige kapitalinngangen er overfor endringer i renten. Men ved sterke tilstramninger i banklikviditeten mener en å ha registrert ikke ubetydelige lekkasjer til utlandet slik som skissert. Men disse lekkasjer er langt fra et hundre prosent og skulle derfor ikke hindre effektiviteten av slike penge- og kredittpolitiske tiltak. Men ved doseringen av tiltakene må en selvsagt ta hensyn til disse forhold.

På samme måte vil næringslivet kunne tenkes å møte en tilstramning av de innenlandske lånemulighetene ved i større grad å oppta lån i utlandet. Men jeg tror likevel at investeringene, f.eks. i industrien, kan påvirkes ved kredittpolitiske tiltak. Denne styring understøttes ved den direkte regulering av de langsiktige lån næringslivet kan ta opp i utlandet. Hvis endringene på obligasjonsmarkedet fører til at styringen av den innenlandske kreditttilførsel blir mer effektiv, vil presset på å utnytte utenlandske muligheter kunne tilta. Dette tilsier i så fall at behovet for å regulere den langsiktige kapitalinngangen fra utlandet blir større enn før, ikke mindre.

Når det gjelder å påvirke utviklingen i publikumslikviditet skulle styringsmulighetene være gode når det gjelder tilførselen fra innenlandske kilder. Jeg har allerede vært inne på styringen av tilførselen fra kredittmarkedet, og staten kan bestemme tilførselen ved sine inntektsoverskott – eller underskott. Den samlede tilførsel påvirkes også av publikums transaksjoner med utlandet, d.v.s. utviklingen i driftsbalansen og kapitalbalansen. Påvirkningsmulighetene her vil være mindre direkte og avhenge av etterspørselspolitikken, tiltak som påvirker konkurranseevnen osv.

Forts. side 36.

Danske erfaringer med et frit obligationsmarked



AV
LEKTOR LIC.POLIT. PETER ERLING NIELSEN
KØBENSHAVNS UNIVERSITET

I Danmark har man i mange år haft et obligationsmarked som det Rentepolitikk-betænkningen foreslår indført i Norge.

Den generelle opfattelse er, at det danske system har fungeret rimeligt godt, og de fleste er i hvert fald enige om at foretrække markedsbestemte for administrerede renter.

Over det danske obligationsmarked har man siden 1975 kunnet finansiere ikke kun en stor del af de private investeringer, men også meget betydelige statslige budgetunderskud. Der har dog vist sig en række problemer og svaghestegn, som måske kan interessere de norske beslutningstagere.

I Danmark er pengeinstitutterne underkastet regulering både hvad angår rentesatser og udlån og meget tyder på, at der på lang sigt opstår forvridninger, hvis et reguleret delmarked skal fungere side om side med et frit.

Også de høje inflationstakter har skabt vanskeligheder, dels på den måde, at et låns realbyrde bliver stor i løbetidens første år, og dels som følge af, at også inflationsdelen af renten beskattes. Danske erfaringer taler for, at lånetypen afpasses efter inflationsniveauet, og at skattesystemet gøres mindre nominalistisk.

Om man i Norge ville møde samme problemer må bl.a. afhænge af, om den private sektor tænkes at skulle medvirke ved de kommende års kapitaleksport.

1. Indledning

Det har formentlig en vis relevans for de norske beslutningstagere at studere indretningen af det danske obligationsmarked i forbindelse med de løbende overvejelser om reformer i det norske finansielle system.

Det danske obligationsmarked er meget stort målt i forhold til den samlede kreditgivning, prisdannelsen har traditionelt været fri, systemet har stort set fungeret uden anvendelse af placeringspligt, og vi har hidtil kun set halvhjertede forsøg på at anvende emissionskontrol. Man har derfor en model, der må ses som en ekstrem variant af det, der overvejes gennemført i Norge.¹⁾

Det skal med det samme slås fast, at der i Danmark hidtil har været nogenlunde tilfredshed

med markedets funktionsmåde. Men systemet har i de senere år udvist en række alvorlige svaghestegn, og der kan være god grund til, at man i Norge tager ved lære af de danske fejl og problemer, der ikke mindst er blevet synlige i 1970'erne, hvor inflationsraten var høj og varierende, og hvor persons marginalskattesatser nærmede sig 70 pct.

I det følgende har jeg derfor lagt vægten på en omtale af systemets svagheder; mit synspunkt er ikke, at det frie obligationsmarked skal afskaffes, snarere at det bør forbedres.

2. Institutioner

Over det danske obligationsmarked finansieres hovedparten af nybyggeriet, en del ejerskifter, en betydelig del af statens budgetunderskud og en vis andel af erhvervenes anlægsinvesteringer.

Rent teknisk foregår den private del af låntagningen gennem de såkaldte *realkreditinstitutioner*, der mod pant i fast ejendom udsteder ihændehaverobligationer, som debitorerne derefter sælger i markedet. Nyemitterede papirer handles side om side med tidligere udstedte fordringer på Københavns Fonds-

Peter Erling Nielsen er cand.polit. fra 1974 og lic.polit. fra 1978. Fra 1974 har han været ansatt ved Københavns Universitets Økonomiske Institut, fra i år av som lektor. Forskningsområdet har først og fremst vært monetær makroteori (licentiatavhandling: Reale og monetære renteteorier siden Wicksell).

¹⁾ jfr. *Rentepolitikk*, NOU 1980:4, s. 167-70.

børs, hvor også Danmarks Nationalbank kan købe og sælge og dermed gennemføre markedsoperationer.

I 1960'erne var de pengepolitiske myndigheders hovedmål at sikre et lavt renteniveau. Man foretog massive køb i markedet, praktiserede en mild form for selektiv udbudsrationering og gav pengeinstitutterne særlige incitamenter til at erhverve obligationer. Denne politik brød sammen i 1969 – underskuddet på betalingsbalancens løbende poster øgedes, den private sektors kapitalimport var utilstrækkelig, og inflationsraten steg – og siden har Nationalbanken ladet obligationsraten bevæge sig frit og har i stedet koncentreret sig stadig mere om at styre kvantitative størrelser: pengeinstitutternes udlån, den primære likviditet og pengemængden.

Det skal understreges, at den omstændighed, at det danske system er frit og bl.a. ikke kender til emissionsstyring, indebærer, at alle *berettigede* låntagere når som helst kan gå på markedet. Der praktiseres i høj grad *emissionskontrol på mikroniveau*, da myndighederne sætter grænser for, hvor store dele af de enkelte projekter, der tillades belånt i realkreditsystemet. Hensigten hermed har været at opnå en stor sikkerhedsmargin, at forhindre belåning af kapitalgevinster og navnlig at sikre en væsentlig egenfinansiering (forudgående opsparring). Denne ganske restriktive politik har ført til etableringen af et parallelt marked for private pantebreve, der efterhånden er blevet så godt organiseret – takket være pengeinstitutters, forsikringssekskabers og pensionskassers indsats som garanter, mæglere og købere – at en del af disse papirer er blevet nære substitutter til realkreditobligationer.²⁾

En anden parameter, som myndighederne kan udnytte i deres styring, er *lånenes løbetid*. De allerfleste obligationslån gives efter annuitetsprincippet, dvs. med lige store årlige ydelser, hvorfor en afkortning af løbetiden alt andet lige øger debitorernes betalingsbyrde og opsparring. Ved 1970'ernes begyndelse reduceredes løbetiderne til det nuværende niveau, hvorefter socialt boligbyggeri opnår 40-årige lån; til énfamiliehuse anvendes 20–30-årige lån, mens ombygninger o.l. stort set har været finansieret med 10-årige lån. Hvad angår erhvervsinvesteringerne, er billedet broget, men generelt kan det siges, at løbetiderne er korte og til dels bestemt ud fra driftsøkonomiske overvejelser.

Realkreditinstitutterne er debitorstyrede eller er selvejende institutioner og er interessant nok underkastet tilsyn af et kollegialt organ, Realkreditrådet. Dette har givet anledning til kritik, og regeringen planlægger for tiden gennem lovgivning at overføre

²⁾ Garanterede pantebreve (eller pantebreve med sikkerhed inden for 60 pct. af en boligs handelsværdi) giver kun en kreditor ca. 1 pct. mere end en tilsvarende obligation. Denne merrente har været ganske konstant i de senere år. Bl.a. på denne baggrund har regeringen i november 1980 foreslået en betydelig forøgelse af den officielle realkredits mikrovoter.

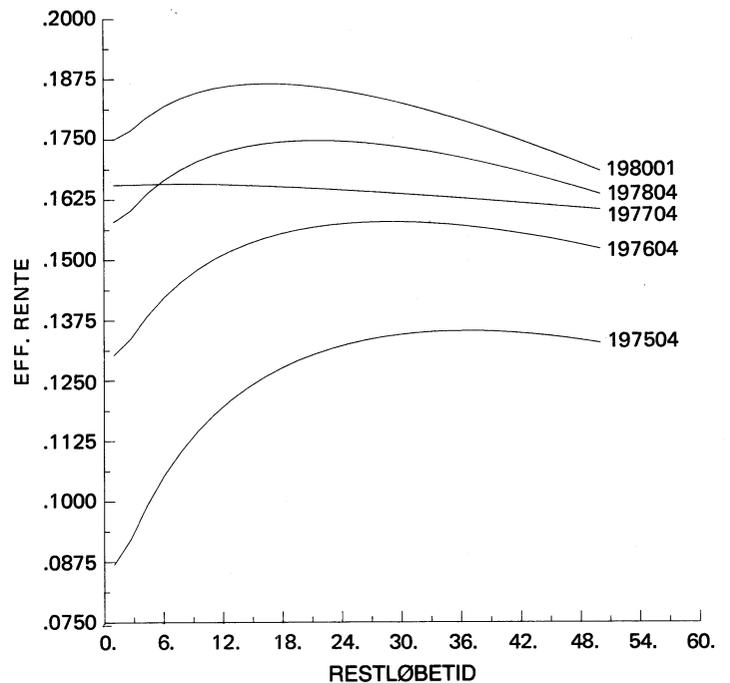


Fig. 1. Rentestrukturkurver.

tilsynsmyndigheden til en offentlig institution, formentlig Boligministeriet.

3. Markedsoperationer og statsgældspolitik

Som nævnt har Danmarks Nationalbank udmærkede muligheder for at gennemføre markedsoperationer, men er i 1970'erne vejet tilbage fra at styre efter rentemål. Det betyder imidlertid ikke, at den offentlige sektor som helhed har været passiv på obligationsmarkedet. Fra 1975 har staten haft et stort og voksende *nettofinansieringsbehov*³⁾, som for en stor dels vedkommende er blevet dækket gennem salg af statspapirer, der hidtil har haft løbetider mellem 1 og 12 år – tyngdepunktet ligger i den korte del af spektret, da den gennemsnitlige restløbetid på statsgælden for tiden er under 3 år. Omkring en trediedel af de årlige nettofinansieringsbehov opstår som følge af de offentlige fondes (især Den Sociale Pensionsfonds) efterspørgsel efter obligationer.

Når man betragter den samlede tilgang på det danske obligationsmarked – jfr. tabell 1 – tegner sig et tydeligt billede. Den offentlige sektor (inkl. de omtalte fondes) efterspørger lange fordringer og udbyder korte. Filosofien bag dette har fra starten i 1975 været klar: den korte rente og likviditeten er af betydning for den private sektors kapitalimport, og her har linien været meget restriktiv, men samtidig skulle den lange rente så vidt muligt skånes af hensyn til den reale aktivitet.

³⁾ Det indenlandske nettofinansieringsbehov defineres som summen af underskuddet på drifts-, anlægs- og udlønsbudgettet (= tilvæksten i statsgælden) og offentlige fondes erhvervelse af fordringer. Tilsvarende er bruttofinansieringsbehovet lig med summen af afdragene på den indenlandske statsgæld og tilvæksten i den indenlandske statsgæld.

Tabell 1. Oversigt over det danske obligationsmarked.

| | Nettotilgang af børsnoterede obligationer til kursværdi | | | | Placeret hos | | | | | | |
|------------------|---|--------------------------|-----------------------------------|--------|---------------------|--------|-----------------------------------|---|---|---|---------------------------------|
| | Indenlandske statspapirer | Real-kredit-obligationer | Øvrige børs-noterede obligationer | I alt | National-banken | Banker | Større spare-kasser ¹⁾ | Sociale fonde ²⁾ . Post-giroen ³⁾ og Hypotek-banken ⁴⁾ | For-sikrings-selskaber og pensions-kasser ⁵⁾ | Erhvervs-virksomheder, private m.v. ⁶⁾ | Aktie-emis-sioner ⁷⁾ |
| | Millioner kroner | | | | | | | | | | |
| 1970 | - 102 | 5 764 | 976 | 6 638 | 379 | 632 | 0 | 731 | 1 154 | 3 742 | 263 |
| 1971 | - 115 | 9 242 | 965 | 10 092 | 1 137 ⁸⁾ | 1 872 | 567 | 1 511 ⁸⁾ | 1 464 | 3 541 | 328 |
| 1972 | - 230 | 12 267 | 975 | 13 012 | 359 | 1 696 | 684 | 2 021 | 2 533 | 5 719 | 353 |
| 1973 | - 144 | 15 655 | 965 | 16 476 | 450 | 1 953 | - 39 | 3 055 | 3 064 | 7 993 | 745 |
| 1974 | - 145 | 15 165 | 1 060 | 16 080 | 2 599 | 1 364 | 297 | 4 075 | 3 234 | 4 511 | 334 |
| 1975 | 5 687 | 20 091 | 1 544 | 27 322 | 1 480 | 11 824 | 3 483 | 4 563 | 4 798 | 1 174 | 218 |
| 1976 | 5 791 | 18 600 | 1 828 | 26 219 | 5 558 | 454 | 1 024 | 4 822 | 5 962 | 8 399 | 588 |
| 1977 | 9 634 | 16 960 | 1 854 | 28 448 | -1 679 | 2 913 | 2 296 | 7 116 | 6 506 | 11 296 | 412 |
| 1978 | 14 027 | 18 663 | 1 372 | 34 062 | -1 074 | -1 189 | 2 367 | 9 601 | 7 682 | 16 675 | 473 |
| 1979 | 11 133 | 21 097 | 384 | 32 614 | 24 | - 563 | 1 581 | 9 293 | 8 300 | 13 979 | 236 |
| 1978 1. kv. | 1 516 | 3 839 | 414 | 5 769 | - 828 | -1 538 | 506 | 2 059 | 2 512 | 3 058 | 36 |
| 2. - | 3 919 | 4 914 | 845 | 9 678 | - 140 | - 591 | 807 | 2 289 | 1 653 | 5 660 | 375 |
| 3. - | 5 290 | 4 466 | 144 | 9 900 | - 167 | 391 | 687 | 2 718 | 2 070 | 4 201 | 2 |
| 4. - | 3 302 | 5 444 | - 31 | 8 715 | 61 | 549 | 367 | 2 535 | 1 447 | 3 756 | 60 |
| 1979 1. kv. | 4 975 | 4 175 | 533 | 9 683 | - 365 | -1 323 | - 383 | 2 312 | 2 816 | 6 626 | 21 |
| 2. - | 5 536 | 5 336 | 588 | 11 460 | 29 | 910 | 557 | 2 406 | 1 894 | 5 664 | 70 |
| 3. - | - 1 097 | 5 285 | 147 | 4 335 | 101 | -1 532 | 305 | 2 651 | 2 032 | 778 | 135 |
| 4. - | 1 719 | 6 301 | - 884 | 7 136 | 259 | 1 382 | 1 102 | 1 924 | 1 558 | 911 | 10 |
| 1980 1. kv. | - 929 | 4 378 | 22 | 3 471 | 188 | -2 808 | - 129 | 2 223 | 3 997 | - | - |
| 2. - | 6 142 | 4 253 | 372 | 10 767 | 197 | 2 197 | 648 | 2 418 | 5 307 | - | 63 |

¹⁾ Til og med 1972 påvirket af kursreguleringer.

²⁾ Den Soc. Pensionsfond, Arbejdsmarkedets Tillægspension og Lønmodtagernes Dyrtidsfond.

³⁾ Til og med 1972 bogførte værdier inkl. aktier.

⁴⁾ Til og med 1973 ændringer pr. finansår (1/4-31/3).

⁵⁾ Ændringer i beholdningerne. Visse mindre selskaber og kasser udeladt.

⁶⁾ Beregnet residualt.

⁷⁾ Til og med 1971 nominelle værdier.

⁸⁾ Visse konterings tekniske problemer.

Kilde: Danmarks Nationalbank: "Kvartalsoversigt", august 1980.

Den private sektors reaktion på denne politik har været, at institutionelle købere (forsikringsselskaber og pensionskasser) er fortsat med at erhverve lange papirer, mens erhverv og husholdninger i høj grad har aftaget de korte. Pengeinstitutterne, der holder 15-20 pct. af den totale, cirkulerende obligationsmasse, er selvfølgelig stærkt påvirket af forventningerne til den fremtidige rente i deres køb og har i de senere år afkortet de gennemsnitlige restløbetider i deres porteføljer.

Utlændinge har for tiden adgang til at købe privat udstedte, dvs. lange, obligationer. Nettokøbene er stærkt svingende, men ikke uden betydning.

Det fremgår af figur 1⁴⁾, at det alt i alt er lykkedes at vride den danske rentestruktur, så den korte rente har ligget lige så højt eller højere end den lange, men det har på den anden side ikke været muligt at

forhindre, at også den lange rente er gledet med, efterhånden som hele renteniveauet er steget.⁵⁾

Men inden den konklusion drages, at den danske statsgælds- og rentestrukturpolitik har været i det mindste en betinget succes, må det nævnes, at boligbyggeriet af mange grunde er inde i en alvorlig krise, hvorfor udbuddet herfra er usædvanligt lavt, og at rentestrukturkurverne netop har toppunkt, hvor en stor del af erhvervenes udbud ligger. Endnu mere alvorligt er det måske, at det store salg af helt korte statspapirer har fået *bruttofinansieringsbehovet* til at vokse kolossalt. Myndighederne må derfor til stadighed frygte at stå midt i en stor refinansieringsoperation på et tidspunkt med valutauro. Man er derfor for tiden ved at gennemføre en vis forlængelse af den udestående statsgæld.

⁴⁾ Ved estimationen af de viste kurver er fulgt samme fremgangsmåde som i Elsebeth Rygner: «Den danske rentestruktur i den forløbne del af 1970'erne», *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 1979, nr. 1.

⁵⁾ Ved en vurdering af renteniveauet, må det bemærkes, at det her er opgjort på traditionel dansk vis, som den dobbelte halvårsrente. Fra 1. juni 1980 er dette ændret, så man nu tager hensyn til rentes-rente effekten. De viste kurver burde følgelig forskydes opad med mellem 1/2 og 1 pct. point.

4. Substitution i det finansielle system

Når omkring 50 pct. af den samlede kreditgivning forgår over obligationsmarkedet, hvor alle kan placere midler og mange optage lån, må det på forhånd ventes, at det her etablerede renteniveau vil øve en væsentlig indflydelse på det finansielle systems øvrige rentesatser. På indlånsiden konkurrerer pengeinstitutterne især med korte (stats-) obligationer, og også på udlånsiden vil man vente at finde en nær substitution over til realkrediten.

I de sidste par år har imidlertid udlåns- og delvis også indlånsrentesatserne været administrerede⁶⁾ – knyttet til diskontoen.

Begrundelserne for ikke at bringe de liberale principper fra obligationsmarkedet i anvendelse på markedet for bankkredit er både komplicerede og uklare. Pengeinstitutternes udlån er i Danmark begrænset af et kreditloft, og myndighederne har tilsyneladende ikke kunnet acceptere, at denne udbuds begrænsning skulle hæve renten. Restriktionerne på indlånsrenten skal formentlig ses som et led i forsøgene på at øge salget af statsobligationer og mindske væksten i M_2 .

Uoverstemmelser mellem de administrerede og markedsbestemte priser har – sammen med kreditloftet – skabt problemer for pengeinstitutterne i form af fluktuerende indlån og tabte markedsandele. Meget tyder på, at det i længden vil være uholdbart at opretholde et reguleret delmarked side om side med et frit fungerende.

5. Afsluttende bedømmelse

Det er derfor en væsentlig fejl ved det danske obligationsmarked, at det er blevet så stort. Det er efter min opfattelse især uheldigt, at så megen erhvervsfinansiering tvinges over gennem realkrediten, hvor belåningskriteriet oftest er muligheden for at opnå pant i fast ejendom. Hertil kommer, at man i obligationssystemet anvender lange, fastforrentede annuitetslån, som passer dårligt sammen med skiftende indtjening og de høje og varierende danske inflationsrater. Efterhånden som den forventede inflationstakt og den gennemsnitlige marginalskattesats er slået igennem på obligationsrenten, tenderer debitorernes reale byrde mod at blive prohibitiv stor i et låns første år.

En mulig løsning på dette *tidsprofilproblem* kunne være at indføre lån på indeksvilkår, altså løbende at opskrive restgælden med et passende prisindeks. Det er imidlertid næppe fremkommeligt at tilbyde kreditorerne real sikkerhed i en tid med fald i bytteforhold og realløn – men måske stiller sagen sig anderledes i Norge.

I Danmark har man mindre radikalt valgt at forsøge sig med såkaldte *rentetilpasningslån*, hvor

⁶⁾ Den maksimale rente på udlån er fastlåst gennem en aftale mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne, mens de syv største pengeinstitutter gennem en konkurrencebegrænsende, offentligt akcepteret aftale har lagt loft over indlånsrenterne.

f.eks. et 20-årigt lån indfries og fornyes 4 gange i løbetiden. Systemet er hidtil kun anvendt ganske lidt p.g.a. rentestrukturernes udseende og de permanente forventninger om yderligere rentestigninger.

Men der er i hvert fald al mulig grund til at henlede de norske myndigheders opmærksomhed på, at den reale byrde af rente og afdrag bør fordeles mere jævnt over tiden end tilfældet er i Danmark.

Det er ikke blot inflationen, men også de i gennemsnit høje marginalskattesatser, der giver os vanskeligheder. For en kreditor med en marginalskattesats på 70 pct. giver en nominal rente på 21 pct. en disponibel realrente på -1,7 pct., når den forventede prisstigningstakt er 8 pct. En virksomhed, der låner pengene, betaler selskabsskat på 40 pct., og har dermed en efter-skattefradrag realbyrde på 4,6 pct.⁷⁾

Disse forvridende effekter af et skattesystem, konstrueret i en tid med stabile priser og én-cifrede rentetal, rammer selvfølgelig enhver form for kreditgivning, men danske erfaringer tyder på, at et frit fungerende obligationsmarked – hvor renten i ekstreme situationer bliver høj – ville fungere bedre, hvis skattesystemet var mindre nominalistisk. Det er givetvis uheldigt at beskatte og tillade fradrag for den del af renten, der består af inflationskompensation. Hvis man ikke med det samme kan gøre noget ved det, kunne problemet mildnes ved at indføre en definitiv renteskat med samme, lave sats for alle.⁸⁾

Nu kan man sige, at disse problemer er specielle for Danmark, fordi det nominelle renteniveau her er usædvanligt højt. Det kunne jo imidlertid tænkes, at man i Norge ville opleve lidt af det samme, hvis det bliver besluttet, at private skal have adgang til at placere i udenlandske fordringer som et led i de kommende års kapitaleksport.

LITTERATUR

Danmarks Nationalbank: «Beretning og regnskab», Div. årgange.
Danmarks Nationalbank: «De penge- og valutapolitiske instrumenter i Danmark», København 1978.

Eskesen, Lars, Flemming Dalby Jensen og Ole Zacchi: «Finansielle institutioner og markeder», Samfundsvidenskabeligt Forlag, København 1979.

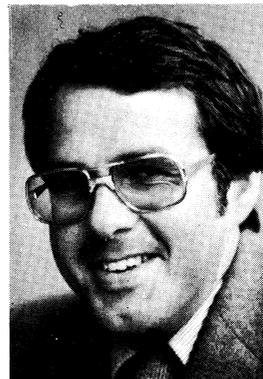
Hoffmeyer, Erik og Leif Hansen: «Det seneste ti-års danske pengepolitik», mimeo, Danmarks Nationalbank 1978.

⁷⁾ I virkeligheden får kreditorerne et lidt højere disponibelt realafkast og debitorerne en tilsvarende større byrde, da danske obligationer optages til underkurs. Kurstab-/gevinst er oftest skattefrie/ikke fradragsberettigede.

Der er for tiden mulighed for visse debitorer til at optage såkaldte kontantlån, hvor hele den effektive rente fradrages, mens kreditorerne kun betaler skat af den direkte del af renten – disse lån, der dominerer i boligfinansieringen, subsidiæres altså af skattemyndighederne. Eftersom disse tilskud ydes relativt tilfældigt og er af en ikke på forhånd givet størrelse, er der grund til at advare mod den form for skattemæssigt asymmetriske systemer.

⁸⁾ I Danmark har Arbejderbevægelsens Erhvervsråd foreslået et sådant system, diskuteret i Betænkningnr. 805, «Den skattemæssige behandling af renteindtægter og -udgifter», København, april 1977. Se også Niels Christian Nielsen: «Opsparing, velfærd og samfundsøkonomi», Nyt Nordisk Forlag, København 1980.

Synspunkter på den kredittpolitiske styring og bankenes rolle



AV
VISEADM.DIREKTØR SVERRE W. ROSTOFT
KREDITKASSEN

Et system med markedsbestemt rentenivå vil gi oss flere virkemidler og større effektivitet i kredittstyringen enn et system med administrativt fastlagt rentenivå.

Innenfor førstnevnte system må banksektoren fordele knappe kredittmidler dit de gir høyest avkastning. Den enkelte bank må tillegge sin egen lønnsomhetsutvikling avgjørende vekt. Samtidig må myndighetene utforme rammebetingelser som gir bankene som gruppe mulighet til å drive lønnsomt.

En for ekspansiv finanspolitikk vil innebære et høyt rentenivå, problemer med å holde kredittexpansjonen i balanse, svekket konkurransevne og sterk prisstigning. For å komme ut av en slik ond sirkel må finanspolitikken bli så stram at rentenivået går ned.

Red.

1. Mål for kredittpolitikken

Jeg er bedt om å rette søkelyset mot effektiviteten av den kredittpolitiske styring slik den foregår i dag kontra de styringsmetoder som åpner seg i et fritt system og hvilken rolle bankene kan tenkes å spille.

En sammenligning av effektivitet under alternative systemer fordrer strengt tatt at målene for den kredittpolitiske styring er de samme i de systemer som sammenlignes. Jeg tror ikke målene for kredittstyringen i Norge vil være upåvirket av overgangen til et friere system. Mitt utgangspunkt er at det overordnede mål for den kredittpolitiske styringen bør være kronelikviditetstilførselen til innenlandske sektorer fra det innenlandske kredittmarked eller den såkalte norske kredittexpansjonen. Kredittexpansjonen gir uttrykk for hvordan finans-, statsbank- og kredittpolitikken virker på likviditetsforholdene i økonomien.

Det sentrale mål for kredittpolitikken bør være å bidra til en innenlandsk kredittexpansjon som er avpasset sentrale realøkonomiske mål for produktionsutvikling, sysselsetting, konkurransevne, prisstigning, kronekursutvikling osv. I tillegg er det viktig å sørge for at de kredittformer som tilbys er

tilpasset de behov som følger av målene for utviklingen i realøkonomien.

Denne formulering av målene for kredittpolitikken er ikke så ny som mange kanskje vil tro. Kredittstyringen hittil, bl.a. i form av kredittbudsjettene er egentlig i sin konsekvens langt på vei det samme. Dels er styringsrammen noe videre idet den ikke bare omfatter kredittskapningen igjennom banker og statsbanker, men også hele aksje- og obligasjonsmarkedet, forsikringssektoren osv. Men dels er rammen også meget snevrere idet den ikke trekker inn finanspolitikken sine virkninger på penge- og kredittforholdene.

Av hva jeg hittil har sagt følger det at et nødvendig krav til en effektiv kredittpolitisk styring er at systemet gir muligheter for å påvirke kredittexpansjonen innenlands.

2. Administrativt fastlagt eller markedsbestemt rente

Det er etterhvert ganske bredt erkjent at et system med administrativt fastlagte rentesatser under likevektsnivå sammen med et gjennomregulert obligasjonsmarked gir små muligheter for effektiv kredittstyring i denne forstand. Jeg rekapitulerer kort noen elementer i denne erkjennelse:

- Man har ikke muligheter til ordinære markedsoperasjoner.
- Man har en permanent overskuddsetterspørsmål etter kreditt. Dette fører dels til overskridelser av

Sverre W. Rostoft tok sosialøkonomisk embetseksamen høsten 1970. Han har siden vært ansatt ved Sosialøkonomisk institutt, pengepolitisk kontor i økonomiavdelingen i Finansdepartementet, og i Den norske Bankforening. Siden 1. oktober i år har han vært viseadm. direktør i Kreditkassen.

rammer og kvoter, og det gir grunnlag for betydelige kredittstrømmer utenom de regulære kanaler. Kreditt ekspansjon blir lett for sterk samtidig som *likviditetens omløpshastighet øker*. Alt i alt kan den kredittfinansierte etterspørsel bli for stor uten at man har særlige muligheter til å gjøre noe med dette.

- Den hardhendte regulering av tilbudssiden, og da særlig av bankene, svekker driftsøkonomien i en grad som kan være vanskelig å forme med de lovbestemte krav til egenkapitalopplegg.
- Den rasjoneringsmakt som tildeles banker og andre på tilbudssiden i markedet er generelt uheldig bl.a. kan kundeforhold og tradisjonelle sikkerheter bli mer avgjørende for kredittfordelingen enn ønskelig kan være.

At et slikt system gir større muligheter for direkte styring med mange kredittstrømmer og mange kredittkvoter er neppe noen god begrunnelse for å holde på det. For det første er det – som allerede påpekt – vanskelig på kort sikt å påvirke den samlede kreditt ekspansjon og for det andre har vi liten kunnskap om sammenhengen mellom sentrale realøkonomiske mål og den ønskelige størrelsen på de mange kredittstrømmer i samfunnsøkonomien.

Det system vi nå beveger oss i retning av er preget av mere markedslukevekt, både i obligasjonsmarkedet og i kredittmarkedet for øvrig. Derved åpnes muligheter for en mer effektiv kredittstyring.

Ordinære markedsoperasjoner kan tas i bruk for å påvirke kreditt ekspansjonen. En ekspansiv finans- og statsbankpolitikk kan likviditetsmessig motvirkes gjennom offentlig lånefinansiering utenom banksektoren.

Likviditetspolitiske tiltak vis á vis banksektoren kan få større effekter ved at de gjennom overveltning til utlånsrentene enten reduseres eller øker kreditt etterspørselen.

Kort sagt: Det nye system vil gi oss flere virkemidler og større effektivitet i kredittstyringen.

3. Rollefordeling mellom myndigheter og banker

Jeg skal gi noen synspunkter på hvordan rollefordelingen mellom myndighetene og bankene bør være i et friere system.

- a. Myndighetene bør legge opp til at banksektoren står for en *stor andel* av innenlands (likviditetstilførsel) kreditt ekspansjon. Denne andel bør minst være 75 pst. Dette er nødvendig fordi de kredittpolitiske virkemidler hovedsakelig må ta sikte på å påvirke banksektorens adferd. Hvis banksektoren spiller en dominerende rolle i likviditetstilførselen vil derved mulighetene for rask og virkningsfull påvirkning av denne tilførsel være gode. En rimelig bankandel av likviditetstilførselen vil også være nødvendig for å sikre at bankene kan løse

sine normale finansieringsoppgaver i økonomien, slik Skånland-utvalget har påpekt.

- b. Banksektoren må på sin side fordele *knappe kredittmidler* dit de gir *høyest avkastning*. Denne fordeling må banksektoren, i tillegg sørge for med *lavest mulig innsats av reelle ressurser*. Videre må banksektoren holde så *lave rentemarginer* som mulig i sin *kredittformidling* slik at konkurransevnen vis á vis andre institusjoner i kredittmarkedet blir best mulig. Dette har bl.a. konsekvenser for prising av bankenes tjenester. Bankene må ikke underprise sine tjenester å prøve og ta det tapte igjen over rentemarginen. Opprettholdelse av banksektorens konkurransevne vis á vis andre institusjoner er viktig fordi f.eks. en svekkelse av denne konkurransevnen fører til *økt omløpshastighet for likviditeten*. Det vil i sin tur innebære en fare for at likviditetsvekstens bidrag til etterspørselen etter varer og tjenester undervurderes i den økonomiske planlegging.
- c. Ansvar for konkurransevnen i markedet må bankene dele med myndighetene. Kredittvirkemidlene bør virke *mest mulig nøytralt* på bankenes rentemarginer. Eksempelvis vil reservekrav som pålegger bankene plassering i lavt forrentede eller uforrentede reserveaktiva virke til å heve rentemarginene. Vis á vis bankenes kunder vil dette virke som en beskatning. Naturlig nok vil da kundene søke å unngå denne beskatning ved å vende seg til andre kanaler. Dette svekker bankenes markedsandel og det svekker kredittpolitikens effektivitet. I prinsippet vil forståelser om lave rentesatser til spesielt prioriterte låneformål virke på samme måte.
- d. Bankene og myndighetene må *dele ansvaret for bankenes lønnsomhet*. Myndighetenes rolle må være å utforme rammebetingelser som gir bankene som *gruppe* mulighet til å tjene nok til at de kan oppfylle de lovbestemte krav til egenkapitalopplegg. Men myndighetene kan ikke ha ansvaret for, under enhver omstendighet, å sikre at den *enkelte bank* får en lønnsomhet som setter den istand til å oppfylle de lovbestemte krav til egenkapitalopplegg. Dette bør være den enkelte banks eget ansvar. En slik rollefordeling forutsetter, for å bli vellykket, at den enkelte bank tillegger sin egen lønnsomhetsutvikling avgjørende vekt. For den enkelte bank vil det naturlig være både vekst og lønnsomhet som tillegges vekt. Den *effektive* bank vil være kjennetegnet ved at den *klarer begge deler* under de rammebetingelser som utformes. Det hører med til myndighetenes ansvar å gi regler som tvinger den enkelte bank til å legge vekt på sin lønnsomhet. Det lovbestemte egenkapitalkravet er en slik sentral regel.

Den enkelte bank vil måtte holde *konkurransedyktige rentemarginer* og *disse marginer* må gi et økonomisk resultat som er tilpasset bankens eget vekstmål. Eksempelvis er det ikke vanskelig å vokse hvis man slipper å tenke på lønnsomheten.

Men enkeltbanker som ikke tenker på sin egen lønnsomhet eller som tror de kan overlate til myndighetene å sikre den vil være *umulig å styre* på en indirekte måte.

La meg illustrere dette i relasjon til kredittpolitisk styring. Sett at myndighetene ønsker å dempe kreditt ekspansjonen. Et virkemiddel vil da være å øke prisen på marginale penger inne i banksystemet for derigjennom å heve utlånsrentenivået og dempe kredittterspørselen. Men hvis bankene reagerer på dette ved å redusere sine marginer for å holde fast på sitt vekstmål så vil effekten av tiltaket på utlånsrenten og dermed på kreditt ekspansjonen utebli. Selvsagt kan ikke da den enkelte bank forlange at myndighetene skal ordne opp med lønnsomheten.

Det må være kravet til lønnsomhet som balanserer den enkelte banks vekstambisjoner. Jeg tror dette gradvis vil bli situasjonen og kravet til bankenes ledelse vil være, og bør være ganske beinhardt på dette punkt.

Og det nye i et fritt system vil være at det *ikke er lånekøper* og derfor normalt ikke for den enkelte bank noe grunnlag for å sette opp utlånsrentene for å klare lønnsomheten. En bank som gjør det kan risikere at den ikke får lånt ut pengene sine. Kundeforhold og banklojalitet hos kundene og sterkere konkurranse blant institusjonene vil nok gi mindre rom enn tidligere for å holde rentesatser som ikke er konkurransedyktige i markedet.

Jeg snakket om beinhardte krav til bankledelsen og skal illustrere hva jeg mener med en historie om en leder i en større amerikansk bank. Under en hard periode for de amerikanske kredittinstitusjoner reiste han spørsmålet overfor sjefen for Sentralbanken om hva man ville gjøre hvis banken fikk problemer med å oppfylle sine forpliktelser. Det korte svaret han fikk var følgende: Hvis situasjonen skulle inntreffe, vil jeg gjerne drøfte mulige løsninger med din etterfølger.

4. Likviditetstilførselen til innenlandske sektorer

Så langt har jeg konsentrert meg om innenlands kreditt ekspansjon som det sentrale kredittpolitiske mål. Jeg skal nå utvide perspektivet noe og trekke inn den samlede likviditetstilførsel til innenlandske sektorer, d.v.s. kronepengemengden. Det er en ganske komplisert sammenheng mellom innenlands kreditt ekspansjon og veksten i kronepengemengden. Uten å gå inn på en detaljert analyse av denne sammenheng vil jeg peke på noen hovedpunkter.

Utviklingen i valutamarkedet spiller en avgjørende rolle. Hvis Norges Bank kjøper valuta mot kroner så

tilføres kronelikviditet til banksystemet og dette kan gi grunnlag for en innenlands kreditt ekspansjon.

Hvis innenlandske sektorer utenom bankene får en større netto kapitalinngang enn det som skal til for å dekke disse sektorer driftsbalanse vil overskuddsv valutaen bli solgt til banksystemet mot kroner og dette fører til at kronepengemengden øker. Bankene på sin side kan enten plassere valutaen i utlandet eller selge den til Norges Bank. I det siste tilfelle vil man kunne få en kreditt ekspansjon *i tillegg til* den direkte økning i kronepengemengden.

Mot denne bakgrunn skal jeg drøfte noe nærmere sammenhengene mellom finanspolitikk, kredittpolitikk, renteutvikling og kronkurs. Mitt utgangspunkt er den aktuelle norske situasjon og de aktuelle norske økonomiske perspektiver.

Den meget ekspansive finanspolitikk vil etterhvert gi oss økende problemer med å nå sentrale mål for den økonomiske politikk.

Jo mer ekspansiv finanspolitikken er, d.v.s. jo mer likviditet finanspolitikken bidrar til å skape desto høyere må rentenivået være for å nå et *gitt mål* for kreditt ekspansjonen. Dette vil gjelde i prinsippet uansett om den offentlige sektor finansierer seg *utenom banksektoren*, d.v.s. ved ordinære markedsoperasjoner og derved gir rom for en *rimelig mengde bankkreditt* eller om man *ikke* finansierer seg utenom banksektoren og salderer det hele med *altfor knappe kredittrammer for bankene*. En del av «prisen» for den ekspansive finanspolitikken vil i begge tilfelle være et «høyt» rentenivå for å nå kredittmålet. Det «høye» rentenivået vil i seg selv være en ulempe ut ifra et mål om å opprettholde konkurransevnen.

Men det høye rentenivået vil, i alle fall med de betalingsbalanseutsikter Norge har p.g.a. oljen, bidra til kapitalinnstramning. Uansett regulering av kapitalbevegelser til og fra Norge, med vår åpne økonomi kan en slik kapitalinnstramning bli ganske betydelig hvis vårt rentenivå blir liggende klart høyere enn i utlandet. Hvis myndighetene ikke foretar seg noe vil kronkursen bli presset opp. Den private sektor vil få et valutaoverskudd som selges til bankene og bidrar til å blåse opp kronepengemengden.

Hvis man, bl.a. av hensyn til konkurransevnen, ikke ønsker noen særlig kronestigning må Norges Bank intervensere i valutamarkedet. Det vil resultere i en likviditetstilførsel til banksystemet. I sin tur vil denne gi tendenser til rentefall og en sterkere kreditt ekspansjon innenlands enn myndighetenes kredittmål tilsier. Selvsagt kan myndighetene suge opp deler av likviditetstilførselen til banksystemet ved reservekrav. Men her er man allerede ved kredittlovens grenser og slike virkemidler kan som nevnt ikke hindre at kronepengemengden øker. Derved vil de uregulerte kredittstrømmer øke og det vil forsterke presset i økonomien.

Hva så med ordinære markedsoperasjoner?

Heller ikke dette vil være noen løsning hvis finanspolitikken er svært ekspansiv. Markedsoperasjoner vil kreve at rentenivået holdes vedvarende høyt og således genererer ny kapitalinnstrømning. Nettovirkningen på kronepengemengden kan følge bli meget beskjeden.

Poenget med denne korte analysen er å vise at det ikke finnes noen *lett vei* ut av de problemer som en ekspansiv finanspolitikk skaper. Dette gjelder både under et såkalt kredittrasjoneringsystem og under et mere balansert likevektsrentesystem. Men siden vi i det sistnevnte system har *flere virkemidler* å spille på vil resultatet også kunne bli *bedre* enn i et kredittrasjoneringsystem.

I praksis vil en altfor ekspansiv finanspolitikk fremover måtte slå ut i et «høyt» rentenivå, ganske «sterk» krone, fortsatte strukturproblemer på kredittmarkedet, problemer med å holde kreditteksjon i balanse, svekket konkurransevne og relativt sterk prisstigning.

Hvis intet gjøres vil vi på mange måter være inne i en ond sirkel. P.g.a. oljen kan vi selvsagt oppholde oss ganske lenge i en slik ond sirkel.

5. Rentenivå og finanspolitikk

For å komme ut av den onde sirkel må vi starte med en finanspolitikk som er så stram at den, innenfor en balansert ramme for kreditteksjon, kan gi grunnlag for et *klart rentefall*. Når man måtte få til et slikt finanspolitisk opplegg burde det *kombineres med en revaluering* for bl.a. å dempe prisstigningsimpulsene fra utlandet. Hvis man så endret valutareguleringen ved å åpne adgang for *valutainnlendinger* til å holde valutaforordringer f.eks. bankinnskudd i utenlandsk valuta og for *valutautlendinger* til å oppta (lisensierte) kronelån i det norske kapitalmarked så ville det trolig være tatt et langt skritt bort fra den onde sirkel.

Rentefallet i Norge, revalueringen og den moderate prisstigning ville kunne gi grunnlag både for etterspørsel etter valutaforordringer fra valutainnlen-

dingen og for etterspørsel etter kronelån for valutautlendinger.

Etterspørsel etter valutaforordringer fra valutainnlendinger vil bidra til å redusere et valutaoverskudd i den private sektor og derved også til å redusere valutasalget til banksystemet. En slik utvikling vil gi mindre vekst i kronepengemengden. Derved vil behovet for å binde midler i banksystemet ved plasseringsplikt m.v. bli redusert. Det vil gi mindre strukturproblemer på kredittmarkedet.

Den realøkonomiske realitet i denne løsning vil ligge i at det skapes en «ventil» som kan lede ut noe av presset i norsk økonomi. I stedet for at sterk pengemengdevekst skal gi grunnlag for en fullstendig overoppheting av norsk økonomi vil endel av dette press lekke ut i form av kapitaleksport.

Emisjoner av kronelån på det norske marked til valutautlendinger vil gi grunnlag for noe av den samme virkning. Lånetakerne vil ha behov for å veksle om kronene til valuta og dette vil bidra til å redusere et mulig overskuddstilbud av valuta i valutamarkedet.

Ved at bankene kan plassere i de utlagte kronelån reduseres behovet for binding av midler gjennom plasseringsplikt. Dette vil lette strukturproblemene i kredittmarkedet. Man kan se dette slik at deler av kronepengemengden lånes ut til utlandet og skaper etterspørsel *der* istedenfor at den lånes ut i Norge og bidrar til økt etterspørselspress *her*.

Jeg understreker igjen forutsetningen for å få til slike ønskelige «lekkasjer».

Rentenivået i Norge må være så lavt i forhold til rentenivået i utlandet at det, sett i sammenheng med forventningene om en jevn og moderat stigning i kronkursen, faktisk skaper en etterspørsel etter valutaforordringer og kronelån som antydnet. Ingen valutainnlending vil f.eks. ønske å åpne bankinnskudd i dollar hvis kronerrenten er 12 pst., dollarrenten 10 pst. og kursforventningene går i retning av at kronen styrker seg i forhold til dollaren. I en slik situasjon vil neppe heller noen valutautlending ønske å låne kroner i Norge fremfor dollar i utlandet.

ENKELTE HOVEDPUNKTER I NORSK PENGE- OG KREDITTPOLITIKK FRAMOVER

Forts. fra side 28.

Hva så med tiltak for å påvirke *beholdningen* av publikums likviditet? I Nasjonalbudsjettet 1981 er det uttalt at: «Selv om endringer i rentepolitikken gir en mulighet for å påvirke likviditetstilgangen til publikum gjennom markedsoperasjoner, vil det på kort sikt neppe være grunnlag for kjøp og salg av ordinære obligasjoner direkte til husholdninger og foretak i stort omfang. «For å kunne foreta slike kjøp eller salg av obligasjoner kreves for det første et

effektivt funksjonerende obligasjonsmarked. Det har vi ikke i dag, men på sikt vil dette kunne endre seg hvis obligasjoner blir et plasseringsalternativ for foretak og husholdninger. For det andre forutsetter markedsoperasjoner at renten tillates å endre seg i takt med markedsforholdene, og at renten på det innenlandske obligasjonsmarkedet virkelig i tilstrekkelig grad kan skjermes fra påvirkning utenfra, bl.a. gjennom valutareguleringen.

Sentralbankens rolle i den økonomisk-politiske styringsprosess



AV
DIREKTØR
HERMOD SKÅNLAND
NORGES BANK

Fram til begynnelsen av 1970-årene dekket staten sitt lånebehov utenom sentralbanken. Motkonjunkturpolitikken førte til at statskassen ble skyldner overfor Norges Bank, og dette innebar at man måtte ta stilling til spørsmålet om Norges Bank i sin långiving overfor staten skulle forsøke å påvirke finanspolitikken karakter eller om långivingen skulle ses som en konsekvens av det statsbudsjett som ble vedtatt og den finansiering av underskottet som ble valgt. Det var i hovedsak det siste alternativ man valgte.

I forbindelse med det finanspolitiske opplegget for 1980 fant Norges Bank det riktig å gjøre oppmerksom på at med de oljeinntektene som da var forventet, beveget man seg ikke i retning av å få realisert de målsettinger som en så sent som ett år tidligere hadde trukket opp for balansen i økonomien på mellomlang sikt. Selv om Norges Bank her tok et nytt initiativ for å påvirke opinionen i retning av en strammere finanspolitikk, var det ikke tale om å forsøke å begrense finansieringen av et statlig underskott.

Skal en dømme etter de virkemidler sentralbanken rår over, må nok Norges Bank regnes blant de sentralbanker som har den laveste grad av autonomi.

I den økonomiske politikken har Norge utmerket seg med å ha svært mange målsettinger, hvorav ikke så få har berørt kredittpolitikken. Til dels har målsettinger vært i konflikt med hverandre, med manglende markedsklarering og kødannelse i kredittmarkedet som resultat.

De markedsregulerende sentralbankfunksjoner er svakt utviklet, og sentralbanken får en tilsvarende svak stilling der hvor kompleksiteten i de kredittpolitiske målsettinger har ført til at markedet er satt til side.

Til nå har den kredittpolitiske styring vært konsentrert om forretnings- og sparebankenes utlånsøking. Ved overgang til et fritt obligasjonsmarked vil det være naturlig å legge hovedvekten på samlet likviditetstilførsel til publikum. Denne kan påvirkes ved hjelp av markedsoperasjoner. Det vil være en oppgave for sentralbanken å gjennomføre disse med de virkninger det vil ha for rentenivået. Men fastsettelse og eventuelle revisjoner av måltallet for likviditetstilførsel vil fortsatt ligge hos de politiske myndigheter. Ved eventuelle revisjoner vil det likevel være naturlig at Norges Bank uttaler seg og gir en vurdering i lys både av de kortsiktige og de mer langsiktige mål for den økonomiske politikk.

Det er ikke et spørsmål om å føre makten hit eller dit vi står overfor, men om å gi våre institusjoner de oppgaver som gjør dem mest tjenlige ut fra den økonomiske situasjon og den økonomiske politikk vi ønsker å føre.

Red.

I siste nummer av «Penger og Kreditt» har jeg en artikkel jeg har kalt «Sentralbankens stilling». Med den overskrift som er blitt meg tildelt her på Høstkonferansen vil dere sikkert unnskyldte at en del av innholdet i dette foredraget faller sammen i sak

Hermod Skånland tok sosialøkonomisk embetseksamen i 1951. Han har vært ansatt i Statistisk Sentralbyrå og Finansdepartementet. Direktør i Norges Bank siden 1971.

med innholdet i artikkelen, og derfor kanskje ikke har den helt store nyhetsverdi. Men når det samme sies to ganger, kan man kanskje håpe på at man i alle fall en av gangene får uttrykt seg på en tilfredsstillende måte, og at man også kan nå flere med sine synspunkter.

Når man vil drøfte sentralbankens rolle, er det viktig å gjøre seg det klart at enhver slik drøfting har

sin begrensning både med hensyn til sted og tid. Sammenlikner man sentralbankens stilling i ulike land, er det lett å se at man har valgt forskjellige løsninger også i land som i hovedtrekkene har likeartet styreform. Og ingen kan si at den ene eller den annen løsning er «den riktige». Men også om vi holder oss til vårt eget land, er det umulig å definere en bestemt rolle og si at denne følger av vårt politiske system og at dette derfor er «den riktige» rollen. Sentralbanken har den rolle vi tillegger den, og denne er bestemt av våre politiske organer, den økonomiske situasjon og naturligvis ikke minst av sentralbankens ledelse. Dette burde være klarere hos oss enn i mange andre land, fordi vi ikke har noen lovgivning på området som i praksis fungerer, og som kan gi oss støtte når vi vil klarlegge sentralbankens rolle.

Sentralbankens stilling som et produkt av den økonomiske og politiske situasjon bekreftes om vi ser på utviklingen i den tiden loven om Norges Bank har gjeldt. Et slikt historisk tilbakeblikk kan også være nyttig fordi bankens stilling i dag nok delvis er bestemt av historien.

Loven om Norges Bank av 1892 fungerte etter forutsetningene fram til første verdenskrig. Loven tillot banken en høy grad av selvstendighet, noe som også fulgte av at de statlige myndigheter i denne tiden hadde begrensede ambisjoner for sin økonomiske politikk. Banken kunne drive sin virksomhet «etter bankmessige prinsipper» innenfor de regler og bindinger som loven fastla, og som ikke minst var bestemt av bankens gullinnløsningsplikt.

Under første verdenskrig ble det på avgjørende måte løst på de lovmessige grenser for bankens virksomhet og dette gav mulighet for en meget ekspansiv likviditetspolitikk. Delvis ble denne ført etter henstilling fra statsmyndighetene, men Norges Bank var også på egne vegne, ikke minst gjennom de lokale bestyrelser, ganske slepphendt med kreditten. Med et moderne ord ville vi kalt politikken «accomodating». Mangelen på kredittpolitisk linje og ettergivneheten overfor ønsker og krav fra alle hold i denne tiden er i det hele ganske skremmende. Det kan neppe være tvil om at grunnlaget for 1920-årenes deflasjon var lagt under verdenskrigens inflasjonspolitik.

Den økonomiske historieskriving har imidlertid beskjefteget seg mindre med Norges Banks ansvar i denne tiden enn med den rolle særlig Nicolai Rygg personlig fikk spille i de år som fulgte. En kan ennå – mer enn et halvt århundre senere – få inntrykk av at hva man mener er erfaringene fra den tiden, er med og bestemmer synet på hva som skal være sentralbankens stilling her i landet. Men det er her viktig å være klar over at selv om Rygg var en meget selvstendig personlighet, og selv om et stort ansvar ble lagt på hans skuldre, førte han ikke en politikk på tvers av Regjeringens og Stortingets vilje. Spesielt når det gjelder partipolitikken lå Ryggs ansvar mer i at han

burde ha gitt regjeringen andre råd enn i at han førte en egenmektig politikk. Og selv å si dette bygger på en god forsoning etterpåkløskap. Situasjonen må også ses på bakgrunn av at statens medvirkning i den økonomiske politikk var langt mer beskjeden enn under verdenskrigen og i senere perioder. Man var på vei tilbake til hva som skulle være «normale tider». De konkrete avgjørelser som Norges Bank måtte treffe, måtte den derfor ta på selvstendig grunnlag. Av særlig stor betydning ble naturligvis sentralbankens medvirkning under bankkrisen og dens lån til eller innskott i nødstedte banker.

1930-årene var en langt roligere tid, og til tross for suspensjonen av gullinnløsningsloven i 1931 kunne sentralbanken mer virke etter sine forutsetninger. Bankene søkte å komme seg ut av sitt avhengighetsforhold til Norges Bank, og muligheten for likviditetspolitikk gjennom bankvesenet ble derfor mindre. Bankens forhold til statens myndigheter ser ikke ut til å ha vært et aktuelt debatttema, selv om Colbjørnsen og Sømme så vidt var inne på spørsmålet i sin norske 3-årsplan.

At krigstiden ikke gav rom for noen selvstendig sentralbankpolitikk verken her eller i London sier seg selv. Og ved frigjøringen var bankene fulle av penger og for så vidt uavhengige av sentralbanken. Også staten var meget likvid og ble tilført ytterligere midler gjennom Marshall-hjelpen. Valutakurspolitikken var fastlagt gjennom Bretton Woods-systemet og kroneverdien ble fastsatt av regjeringen, selv om den måtte bekreftes ved formell beslutning i Norges Banks organer. Helt fram til 1970-årene dekket staten sitt lånebehov utenom sentralbanken. Norges Banks viktigste virkemiddel, nemlig lån til bankene, var lenge av begrenset betydning. Den rentepolitikk som regjeringen fastla, innebar at banken ikke kunne drive likviditetspåvirkning gjennom markedsoperasjoner. Og den innebar selvsagt også at diskontoen ble et regjeringsanliggende, selv om den etter hvert fikk stadig mindre betydning som ledende rentesats.

Denne utvikling må særlig ses på bakgrunn av at staten overtok ansvaret for samfunnsøkonomien på en måte som inntil da hadde vært ukjent. Nye lover som gav myndighetene adgang til regulerende tiltak overfor kredittvesenet, la derfor fullmakten til slike inngrep til Kongen (eller Finansdepartementet), ikke til Norges Bank. Men Kongen kunne gi reguleringsmyndighet til sentralbanken. Renteloven av 1953 fastla f.eks. at Kongen kunne bestemme at partialobligasjonslån ikke skulle kunne opptas uten samtykke av Norges Bank. Og Kongen traff da også en slik bestemmelse. Men denne myndigheten ble i 1956 overført til Finansdepartementet etter forslag fra Norges Bank selv da det var oppstått kødannelser på obligasjonsmarkedet, og det var blitt nærmest et privilegium å få legge ut lån til en rente som ikke var markedsmessig bestemt. Fram til 1965 ble kredittpolitikken i store trekk fastlagt ved avtaler i Samarbeidsnemnda der sjefdirektøren i Norges Bank var

formann. Men det kan være liten tvil om at muligheten for å gjennomføre en kredittpolitikk på basis av avtalesystemet var basert på statens muligheter for å gripe inn med lovvedtak dersom avtalesystemet ikke fungerte. Når kredittpolitikken senere, etter 1965, har vært basert på lovgivning med reguleringsfullmakten lagt til Kongen og med formannskapet i de kredittpolitiske organer lagt til Finansdepartementet, var forskyvningen i ansvar fra Norges Bank til de politiske myndigheter derfor mer av formell enn reell natur.

Når staten i så høy grad overtok ansvaret for den økonomiske utvikling, var det naturlig at Norges Banks rolle i utformingen av politikken vesentlig måtte bli av rådgivende art. I tillegg til dette har banken hatt oppgaver innenfor valutareguleringen og kontrolloppgaver i forbindelse med kredittpolitiske tiltak. Den har også administrert visse statlige låneordninger, særlig til fiskeriformål. I tillegg til dette kommer naturligvis bankens lån til bankene, dels gjennom deres adgang til å trekke på Norges Bank etter bestemte regler, men også ved lån til særlige vilkår etter søknad.

Men foruten at situasjonen innbød til at det måtte ligge liten selvstendig avgjørelsesmyndighet i sentralbanken, var nok dette også uttrykk for en holdning både på politisk hold og i Norges Banks egen ledelse. Den kommer til uttrykk både i Brofoss' artikkel om «Sentralbankens statsrettslige og forvaltningsmessige stilling»¹⁾ og i Getz Wolds Lehmkuhl-forelesning²⁾. Og et praktisk uttrykk fikk den som nevnt da banken selv bad om å bli fritatt for emisjonskontrollen og i stedet begrenset seg til å være rådgivende organ også på dette området.

1970-årene skulle imidlertid i noen grad komme til å endre på de forutsetningene som hadde ligget til grunn for denne holdningen. Det er her særlig tre forhold som bør trekkes fram. For det første brøt Bretton Woods-systemet gradvis sammen i 1971–73. I annet halvår 1971 hadde kronen en flytende kurs, noe som innebar at Norges Bank ved kjøp og salg av valuta kunne påvirke og delvis påvirket de daglige kursnoteringer. Senere har vi jo igjen lagt oss på en fastkurspolitikk, først gjennom slangesamarbeidet og senere ved det nåværende kurssystem. Både valg av valutasystem og kursnivå har selvsagt vært bestemt av regjeringen. De svingninger omkring et fastlagt kursnivå som markedsmessige forhold medfører, har imidlertid stilt krav til en valutamarkedspolitikk fra Norges Banks side.

For det andre ble markedspapirordningen etablert, og Norges Banks system for lån til bankene ble lagt om. I dag består systemet som kjent av tre låneformer, nemlig A-lån, B-lån og S-lån. A-låne har bankene en automatisk rett til å trekke på etter

bestemte regler som innebærer stigende rente etter hvert som trekkene øker. De har også rett til å oppta B-lån, men blir da underlagt visse betingelser med hensyn til utlåsutviklingen. S-lån kan Norges Bank innvilge etter søknad. Heller ikke A-låne er imidlertid mer automatiske enn at Norges Bank helt eller delvis kan suspendere adgangen til slike lån. Dermed øker den rente som bankene må betale ved lån i Norges Bank. Markedspapirene er en form for rentebærende lån fra forretnings- og sparebanker til Norges Bank. Den rente som her fastsettes har avgjørende betydning for rentenivået i hele penge-markedet. Alt dette har ført til at diskontoen, som tidligere samlet så stor interesse, i dag vesentlig har en funksjon som basisrente for A-låne. Den faktiske rente som bankene betaler, bestemmes av hvor mye de trekker, de regler om A-låns-ordningen som til enhver tid gjelder og av den rente som er fastsatt for B-lån, som igjen vil være knyttet til renten på markedspapirer.

For det tredje førte motkonjunkturpolitikken til at statskassen ble skyldner overfor Norges Bank. Dette innebar at man måtte ta stilling til spørsmålet om Norges Bank i sin långivning overfor staten skulle forsøke å påvirke finanspolitikken karakter eller om långivningen skulle ses som en konsekvens av det statsbudsjett som ble vedtatt og den finansiering av underskottet som ble valgt. Man må vel kunne si at det i hovedsaken var det siste alternativet som ble valgt. Dette stemte best med den fremherskende oppfatning om sentralbankens stilling både i regjering og storting og Norges Banks egne organer. Dessuten ville muligheten for å påvirke finanspolitikken i alle fall være liten all den stund staten ville kunne finansiere nær sagt et hvilket som helst underskott ved låneopptak i utlandet. Man fant likevel fram til en form for tilsagn om sentralbankfinansiering som skulle bidra til at dersom denne ble større enn forutsatt, skulle en ytterligere utvidelse skje i former som sikret at andre alternativer var overveid og at både Stortinget og offentligheten ble gjort oppmerksom på hva som var i ferd med å skje. Det har imidlertid ikke blitt aktuelt å øke rammene for sentralbankfinansiering utover hva som opprinnelig var forutsatt for det enkelte år.

Når en betydelig grad av sentralbankfinansiering kunne anses forsvarlig, skyldtes det at man antok at dette var en midlertidig foreteelse inntil staten kunne få det nødvendige overskott fra de forventede oljeinntekter til både å innfri sine forpliktelser overfor Norges Bank og betale tilbake den gjeld som var tatt opp i utlandet. Da det finanspolitiske opplegget for 1980 ble lagt fram, viste det at med de oljeinntekter som da var forventet i årene framover beveget en seg ikke i retning av å få realisert de målsettinger som en så sent som ett år tidligere hadde trukket opp for balanse i økonomien på mellomlang sikt. Dermed var en viktig forutsetning for den sentralbankfinansiering som hadde funnet sted, falt

¹⁾ Statsøkonomisk tidsskrift 1960.

²⁾ Norges Banks samarbeid med statsmaktene, bankene og utlandet. Norges Handelshøyskole 1972.

bort. Heller ikke ville den likviditetstilførsel som budsjettet innebar, bidra til å realisere de prispolitiske målsettinger. Siden Norges Bank ved sin finansiering medvirket til å gjøre budsjettunderskottet mulig, følte en at en i det minste hadde en forpliktelse til å gjøre Stortinget og offentligheten oppmerksom på hva en slik underskottsbudsjettering på lengre sikt måtte ventes å innebære. Dette ble gjort i et særskilt brev til Finansdepartementet. At det var stilet dit var nærmest en formsak, og jeg tror ikke vi fortalte departementet noe nytt. Men henvendelsen fikk betydelig oppmerksomhet uten at det er lett å spore noen virkning på budsjettbehandlingen hos den egentlige adressat.

Nå fikk vi jo en ytterligere prisstigning på olje etter at budsjettet var lagt fram, som på avgjørende måte forandret prognosene for den utenriksøkonomiske balanse. At budsjettet ikke var forenlig med den prispolitiske målsetting, har imidlertid utviklingen gjennom dette året bekreftet.

Selv om Norges Bank her tok et nytt initiativ for å påvirke opinionen i retning av en strammere finanspolitikk, var det ikke tale om å forsøke å begrense finansieringen av et statlig underskott. De nødvendige 8 milliarder kroner ble lovt stillet til disposisjon, og vi så heller ingen hensikt i å forsøke å få en større del av underskottet dekket ved utenlandsk opplåning. Bekymringen gjaldt ikke valutabeholdningen, men etterspørselsvirkningen av finanspolitikken.

Sammenlikner vi med forholdene i andre industrialiserte land, er det ingen selvfølge at sentralbanken skal finansiere statskassens underskott. Således har både den irske og den belgiske nasjonalbank avslått å finansiere statskassen med den virkning at staten måtte ta opp større lån i utlandet. I Irland skjedde det etter at de hadde fått en sjef som tidligere hadde vært departementsråd i Finansdepartementet. Finlands Bank har ikke lovlig adgang til å finansiere statskassen, og har også ellers avslått å påta seg finansieringsoppgaver etter henstilling fra regjeringen. I land med et utviklet verdipapirmarked vil for øvrig slik finansiering neppe skje direkte mellom statskassen og sentralbanken, men ved at sentralbanken kjøper statspapirer i markedet.

Når Norges Bank er forutsatt ikke å kunne øve noen direkte innflytelse over det statlige finansieringsbehov, innebærer dette at også bankens muligheter for å influere på kredittforsyningen til publikum er vesentlig begrenset, siden en så betydelig del av denne formidles via statsbankene. Utlånsrammene for disse fastlegges som kjent av regjeringen og Stortinget.

Men heller ikke når det gjelder kredittforsyningen til publikum fra det private kredittvesen er Norges Banks egne virkemidler særlig sterke. Rett nok er låneordningen til bankene effektivisert og en har fått etablert markedspapiret. Dette er likevel svake instrumenter sammenliknet med de virkemidler en har i Kredittloven. Og her er bankens viktigste

oppgave å gi departementet tilrådinger om hvordan bestemmelsene skal brukes. Men det er Kongen som treffer avgjørelsen, og selv om Norges Banks tilrådinger som oftest blir fulgt, har det også vært unntak fra denne regelen, tildels av systematisk art. Her atskiller Norge seg fra andre land som har liknende bestemmelser og hvor fullmakten til å anvende dem regelmessig er lagt til sentralbanken. Hos oss var spørsmålet knapt nok drøftet i forbindelse med Kredittloven av 1965. Når jeg sier «knapt nok» skyldes det at Norges Bank tross alt var inne på spørsmålet i sin uttalelse der en gav uttrykk for at «det synes å være best i samsvar med norsk statsikk at fullmakter av denne art tillegges Kongen slik at Stortinget kan øve den direkte konstitusjonelle kontroll».

Skal en dømme etter de virkemidler sentralbanken rår over, må nok Norges Bank regnes blant de som har den laveste grad av autonomi. Jeg tror ikke det er berettiget å se dette som utslag av at vi hos oss generelt har en mer demokratisk styreform enn i andre land. For det første virker det noe selvgodt å tro at vi er mer demokratiske enn USA, Sveits, Vest-Tyskland eller Finland for å ta noen eksempler. Og for det andre finner man ellers liten autonomi for sentralbanken nettopp i land med en sterkt sentralisert og autokratisk styreform, der det naturlig nok er lite rom for et organ som kan treffe egne beslutninger.

Som jeg tidligere har vært inne på, er det mulig at Norges Banks beskjedne stilling i noen grad skyldes de historiske erfaringer man mener å ha gjort med en sterk sentralbank, selv om vi egentlig ikke har noen erfaring med en sentralbank som arbeider på tvers av de politiske myndigheters ønsker. Vil en først søke tilbake i historien, har vi vel dårligere erfaringer med en ettergivende sentralbank. Imidlertid tror jeg karakteren av den økonomiske politikk i etterkrigstiden har spilt større rolle enn historien, enten man vil tolke den i den ene eller den annen retning.

Forholdet er at sammenliknet med andre land har Norge utmerket seg med å ha svært mange målsettinger i den økonomiske politikk, hvorav ikke så få har berørt kredittpolitikken. Vi har hatt sterkt presiserte mål for boligbygging, oppfatninger om kredittilgangens fordeling på næringer og om regional utvikling, om kredittfinansiert forbruk og om rentenivået. Til dels har disse målsettinger kommet i konflikt med hverandre med manglende markedsklarering som resultat. Dette innebar kødannelse i kapitalmarkedet, slik at det ble nødvendig å rasjonere kredittilgangen. Denne oppgaven har delvis vært forutsatt løst av det private kredittvesen, som imidlertid er lite egnet for det, og resultatet er derfor regelmessig blitt at kreditttilførselen fra denne sektoren er blitt større enn forutsatt. Delvis er rasjoneringen ivaretatt av obligasjonsmarkedet og statsbanksystemet. Men rasjonering innebærer skjønsmessige avgjørelser som ofte får en politisk karakter. Det var jo også med

denne begrunnelse Norges Bank i 1956 bad seg fritatt for å regulere tilgangen til obligasjonsmarkedet og uttalelsen fra 1965 i forbindelse med Kredittloven reflekterer det samme syn. En sentralbanks apparat og styringsorganer er best egnet til å påvirke markedet, slik at økonomiske disposisjoner blir truffet av publikum på basis av markedets signaler. Avgjørelser i enkeltsaker får mer karakter av forvaltning, noe som imidlertid ikke er til hinder for at disse kan være tillagt sentralbanken etter beslutning av politiske myndigheter. Den opptrer imidlertid da som et forvaltningsorgan som handler på vegne av disse myndigheter. De markedsregulerende sentralbankfunksjoner vil derfor være svakt utviklet og sentralbanken ha en tilsvarende svak stilling der hvor kompleksiteten i de kredittpolitiske målsettinger har ført til at markedet er satt til side. Også om en studerer andre lands erfaringer, finner en at sentralbankens stilling tenderer til å være svak hvor kredittpolitikken er svært sammensatt, mens den er sterkere der hvor politikken i større grad konsentrerer seg om visse hovedmål.³⁾

Ser en sentralbankens stilling mot denne bakgrunn, har det egentlig liten mening å spørre om det i vårt land har vært en fordel eller en ulempe at sentralbankens stilling i etterkrigstiden har vært så svak. Man må heller spørre om hva slags erfaringer vi har med en kredittpolitikk som er innrettet på å forfølge så mange delmål som tilfellet har vært hos oss. Dette spørsmålet er i noen grad behandlet i Renteutvalgets utredning, og det vil føre for langt å gå nærmere inn på det her.

Det kan være mer fruktbart å ta utgangspunkt i at vi, med basis i Renteutvalgets enstemmige rapport og de politiske organers behandling av denne, står midt oppe i en revisjon av kredittpolitikken, særlig med sikte på et friere obligasjonsmarked og et mer fleksibelt rentenivå. Ut fra dette kan vi reise spørsmålet om hvordan man under en slik politikk best kan nyttiggjøre seg den særlige stilling Norges Bank har. Men som bakgrunn for en slik drøfting av framtidens kredittpolitikk kan det være nødvendig å trekke opp noen få hovedlinjer i den økonomiske situasjon vi kan vente å stå overfor i 1980-årene og kanskje lengre framover.

Det er vanlig å regne med at verdensøkonomien i tida framover vil vise vesentlig lavere ekspansjon enn den gjorde fram til den første oljekrisen. Siden 1974 har vår politikk gått ut på å motvirke virkningene av et internasjonalt tilbakeslag for vår egen økonomi ved å holde den innenlandske etterspørsel høy og i nødvendig grad finansiere dette ved låneopptak utenlands som er forutsatt tilbakebetalt av oljeinntektene. I 1980-81 har vi, takket være disse, oppnådd omtrent balanse i vår utenriksøkonomi.

³⁾ John T. Wooley: Monetary Policy Instrumentation and the Relationship of Central Banks and Governments, *Annals, American Academy of Political and Social Science*, 434, Nov. 1977.

Dette betyr at vi i løpet av 5-6 år har absorbert statens oljeinntekter i vår innenlandske økonomi. Disse utgjør nå rundt 10 pst. av bruttonasjonalproduktet. Under ekstremt gunstige forutsetninger om priser og produksjonsvolum vil oljevirksomhetens andel av bruttonasjonalproduktet mot slutten av århundret være omtrent dobbelt så stor som nå. Selv om vi ikke tar sikte på noe overskott og kapitalopp-samling i utlandet, kan vi i så fall i de kommende 20 år basere oss på en inntektsstigning fra oljen som vi til nå har klart å disponere i løpet av et tidsrom som er knapt tredjedelen så langt. Det må understrekes at de nevnte forutsetninger er ekstreme og helt ufor-svarlig å basere en langsiktig økonomisk planlegging på. Det å løse våre økonomiske problemer ved å ta i bruk stigende oljeinntekter er derfor en episode i vår økonomiske historie. Uansett om man mener at dette har vært fornuftig inntil nå eller ikke, kan vi ikke bygge vår økonomiske planlegging og bruk av virke-midlene på at en slik mulighet fortsatt vil være til stede. Det skulle være unødvendig å tilføye at til tross for dette setter oljen vårt land i en gunstig særstilling sammenliknet med andre industriland som er mer eller mindre avhengig av energiforsyning utenfra.

Et annet forhold som får betydning for kredittpoli-tikken, er at det verken internasjonalt eller nasjonalt ser ut til å være særlig vilje til eller mulighet for, på varig grunnlag, å ta i bruk annet enn de tradisjonelle virkemidler i kampen mot inflasjonen. Deres util-strekkelighet har vi erfart, og det er langt vanskeligere å presse inflasjonen tilbake enn å la den øke. Det synes derfor mest realistisk å regne med en fortsatt sterk inflasjon, selv om den vel kan bli lavere enn i år. Dette må nødvendigvis få konsekvenser for rentenivået.

Statens finanser vil være preget av store overskott overfor utlandet og store underskott overfor publi-kum. Staten vil derfor regelmessig trekke inn noe av den likviditet den tilfører gjennom finanspolitikken ved at det selges valuta til publikum via Norges Bank. For å holde utenriksøkonomien under kon-troll, dvs. unngå at publikums valutakjøp blir for stort, må staten dessuten trekke inn likviditet ved salg av mindre likvide fordringer til publikum, dvs. innenlandsk statlig opplåning.

Til nå har denne begrensning av likviditetstilførselen vært søkt løst gjennom likviditetsreservekrav og plasseringsplikt. Men oppgaven har i virkeligheten ikke vært løst. I de aller fleste år siden motkonjunk-turpolitikken tok til har likviditetstilførselen vært større enn planlagt og til dels betydelig større. Dette har både ført til et sterkere prispress enn forutsatt og til svakere utenriksøkonomi. Omlegningen av de kredittpolitiske virkemidler tar blant annet sikte på å få bedre kontroll med den del av etterspørselen som skriver seg fra likviditetstilførselen til publikum.

Til nå har myndighetene i sin kredittpolitikk lagt avgjørende vekt på å holde kreditttilgangen fra private kredittinstitusjoner innenfor kredittbudsjet-

tets rammer. Om man med dette også skal ha kontroll med samlet likviditetstilgang til publikum, forutsetter det at likviditetstilførselen fra staten og statsbankene er i samsvar med hva som er planlagt. I praksis har nettopp dette ikke vært tilfelle, og selv om vi i framtida ikke kan tillate oss slike økninger i budsjettunderskottene og statsbankkrammene som vi tidligere gjorde, må vi fortsatt regne med at det kan oppstå betydelige avvik fra plantallene for denne posten. Legger en samlet likviditetstilførsel til grunn for den kredittpolitiske styring, må slike avvik fra plantallene for likviditetstilførsel fra staten og statsbankene søkes kompensert ved tilstramminger i kredittmarkedet for øvrig. Mulighetene for dette er begrenset når det skal skje gjennom revisjoner på ett enkelt felt av kredittmarkedet, nemlig forretnings- og sparebankenes utlånsøkning. Kan man bruke markedsoperasjoner, dvs. salg av verdipapirer fra staten og Norges Bank, slik at virkningene sprer seg over et større område, skulle mulighetene være større. Men dette forutsetter naturligvis at man aksepterer de utslag i rentenivået som er nødvendig. På den annen side vil kanskje nettopp disse utslag føre til mindre press for å få løst alle oppgaver gjennom en mer ekspansiv finanspolitikk. Virkningen på rentenivået av finanspolitikken er en betingelse for å få i stand den nødvendige økonomiske balanse uten sterke markedsforvridende inngrep. Men de er også pedagogisk viktig for å vinne forståelse for at økonomiske goder har sin pris også når de finansieres av statskassen.

Nå skal en ikke overdrive hva man kan oppnå med hensyn til finstyring av kredittmarkedet gjennom markedsoperasjoner, særlig ikke så lenge publikum er lite innstilt på å plassere i verdipapirer. Men mulighetene for etterspørselsregulering skulle i alle fall være større enn når man må konsentrere seg om en mye snevrere del av kredittmarkedet.

Når nivået for likviditetstilførsel til publikum er fastlagt i nasjonalbudsjettet, vil staten måtte legge ut de lån som kreves for at den nødvendige likviditetstilpasning skal kunne finne sted. Men det vil være naturlig at Norges Bank står for salget og justerer kursene til hva som kreves for at obligasjonene skal bli solgt. Denne prosessen vil det måtte være et nært samarbeid mellom Finansdepartementet og Norges Bank om på alle plan, slik det også er lagt opp til.

Liksom kredittbudsjettet til nå er blitt vurdert på nytt og eventuelt revidert flere ganger i året, vil det også være behov for å vurdere og eventuelt revidere tallene for likviditetstilførselen. Dette vil fortsatt være de politiske myndigheters ansvar, men det vil være naturlig at det blir innhentet uttalelse fra Norges Bank i forbindelse med en eventuell revisjon og at denne blir gjort kjent. En må regne med at langt større interesse enn til nå vil knytte seg til de tall som blir stilt opp for likviditetstilførselen, og at det derfor vil bli gjort forsøk på påvirkning fra forskjellig hold slik en nå opplever i forbindelse med

kredittbudsjettet. Nettopp derfor kan det ha betydning at Norges Bank vurderer likviditetstilførselen både i forhold til de kortsiktige og de mer langsiktige mål for den økonomiske politikk. Selvsagt har ikke vi mer monopol på sannheten på dette området enn noen annen, men med det apparat banken rår over og de forutsetninger den har for uavhengig økonomisk analyse, vil en slik uttalelse kunne bidra til at spørsmålet får en mest mulig allsidig og grundig belysning.

Men ansvaret for å fastlegge et måltall for likviditetstilførselen vil altså fortsatt ligge hos de politiske myndigheter. Dette innebærer at opplegget ikke gir Norges Bank økte muligheter for kontroll med statens finanspolitikk. Under våre nåværende forhold tror jeg ikke at en slik form for kontroll er politisk mulig eller ønskelig. Likevel skulle noe være oppnådd ved at det må tas et politisk standpunkt til en eventuell revisjon av måltallene, og at en derfor må gjøre seg det klart hvilken virkning dette har for realisering av den politiske målsetting for prisutvikling og utenriksøkonomi. I dag blir tallene for likviditetstilførselen endret som et resultat av en rekke enkeltbeslutninger uten at man samtidig må ta standpunkt til de makroøkonomiske virkninger som disse endringer til sammen vil ha. Ved å trekke de makroøkonomiske virkningene inn i selve beslutningen skulle utsiktene til en utvikling i samsvar med den balanse som tilsiktes være større.

Men man bør på den annen side ikke overvurdere hva man kan oppnå ved å rette oppmerksomheten mot nye måltall, selv om de er mer dekkende for det en tar sikte på. Treffsikkerheten i våre anslag vil fortsatt late en god del tilbake å ønske, og selv om Norges Bank er mindre politisk utsatt enn et departement, vil man nok vegre seg overfor alt for sterke utslag i rentenivå og kreditttilgang. Man må heller ikke glemme at hele vår økonomi er så full av markedsimperfeksjoner at man skal ikke vente seg underverker av bedre markedstilpasning på visse områder av kredittmarkedet.

En av de forvridninger i kredittmarkedet som det synes vanskeligst å få gjort noe med, er fradragsretten for renter hos forbrukerne. Skatt og inflasjon sammen med fradragsretten innebærer at man skal opp i rentesatser i området 20 til 40 pst., avhengig av inntektsnivået, før lånefinansiering av forbruk belaster den disponible realinntekt. Under slike forhold vil markedsklarering for forbrukernes lån innebære et nivå hvor de fleste investeringslån er trent ut av markedet. Så lenge slike skatteregler opprettholdes, vil vi måtte fortsette med forskjellige former for begrensning av konsumkreditten og direkte kontroll av rentenivå eller renteleie i bankene. Norges Bank har det apparat som er nødvendig for å gjennomføre slik kontroll og vil, om nødvendig, være innstilt på å utbygge dette ytterligere. Vi vil også ta kontakt med banker eller andre kredittinstitusjoner som måtte sette seg ut over de retningslinjer som er trukket opp

og i samarbeid med Finansdepartementet finne fram til passende tiltak for å bringe dem tilbake på den rette veg. Vi vil selvsagt også fremme forslag om endringer i det etablerte renteleie når vi finner at forholdene tilsier det.

Med den rollefordeling mellom politiske organer og Norges Bank som her er skissert, skulle det ikke være noen grunn til å frykte for at for stor makt blir lagt i Norges Banks hender. Bankens oppgave vil være begrenset til å gjennomføre en politikk som er definert av de politiske myndigheter, og egentlig vil aldri en sentralbanks oppgave kunne være noen annen. Muligheten for en konflikt ligger mindre i at man har ulike mål enn i en forskjell med hensyn til det tidsperspektiv man ser målsettingen i. Det er naturlig at de politiske myndigheter som vil ha mye av sin oppmerksomhet rettet mot løsningen av viktige enkeltsaker, og som dessuten regelmessig skal søke sitt mandat fornyet, vil ha et mer kortsiktig perspektiv enn organer som er mer uavhengig av å appellere til velgerne. I dette ligger det ingen nedvurdering av politikere og vårt politiske system. Men for en økonom er det like viktig å forstå og regne med politisk adferd som det er å forstå konsumentenes eller bedriftenes adferd. Ingen vil falle på å si at det innebærer en nedvurdering av konsumentene om de ut fra sine formål sparer mindre enn en økonom kunne ønske. Like lite ligger det en nedvurdering av politikere om de ut i fra den stilling de er i opptrer på en annen måte enn hva som

fra et økonomisk synspunkt ville være ideelt. Under våre økonomisk gunstige forhold må vi likevel ha lov til å tro at vårt politiske klima vil gi så pass mulighet for stabilitet og for samarbeid mellom de politiske grupperinger at de langsiktige perspektiver ikke blir urimelig skadelidende. Det vil på den annen side være uklokt å bygge lovgivningen på at dette alltid vil være tilfelle. Vårt institusjonelle system må utformes slik at det kan fange opp konstallasjoner og situasjoner vi i dag ikke kan forutse.

Jeg håper jeg i dette foredraget har lyktes å uttrykke meg slik at det ikke i morgen blir referert i avisene under overskriften «Norges Bank må få mer selvstendig makt», slik det skjedde for en drøy uke siden. Det er ikke et spørsmål om å føre makten hit eller dit vi står overfor, men om å gi våre institusjoner de oppgaver som gjør dem mest tjenlige ut fra den økonomiske situasjon og den økonomiske politikk vi ønsker å føre. I et politisk homogent samfunn som vårt er dette heldigvis ikke så avhengig av forskyvninger i Stortingets sammensetning som diskusjonen mellom partiene ofte kan gi inntrykk av. For på et slikt grunnlag å finne fram til den mest hensiktsmessige oppgave for sentralbanken i styringsprosessen nytter det lite å se tilbake på historie, tradisjon eller forvaltningsrettslige teorier. Da må vi ta utgangspunkt i situasjon og behov i 1980- og 1990-årene og videre framover, så langt vi i dag har evne til å bedømme disse forhold.

Norconsult A.S.

Rådgivende Ingeniører, Arkitekter og Økonomer

Norconsult driver internasjonal konsulentvirksomhet innen de fleste tekniske fagområder og er et av de få firmaer som spesielt går inn for å samordne de tekniske tjenester med tilhørende økonomiske og samfunnsmessige utredninger.

Selskapets analyseavdeling utfører dels i egen regi og dels sammen med våre tekniske fagavdelinger innen samferdsel, ressursutnyttelse, utbyggingsprosjekter etc. analyser av ulike samfunnsøkonomiske, finansielle og sosiale spørsmål.

Analyseavdelingen skal nå utvide sin økonomiske, analytiske kapasitet og søker derfor høyt kvalifisert medarbeider til arbeidsområdet

ØKONOMISKE ANALYSER

Det kreves høyere økonomisk utdannelse og bred erfaring fra selvstendig, kvantitativt analysearbeid såsom problemformulering, statistiske analyser og teoretisk økonomi. Internasjonal erfaring vil være en fordel og evne til å arbeide i tverrfaglige prosjektmiljøer en forutsetning. En viss internasjonal reisevirksomhet må påregnes.

Vi tilbyr lønn etter kvalifikasjoner, fri pensjons- og forsikringsordning. For nærmere informasjon, kontakt cand. oecon. Stein Hansen eller cand. oecon. Tørje Ruud. Skriftlig søknad merket «Stilling 2180» vedlagt liste over publiserte arbeider samt kopier av vitnesbyrd og attester sendes snarest til



Norconsult A.S.

Rådgivende Ingeniører, Arkitekter og Økonomer
Maries vei 20, Postboks 9, 1322 Hovik
Telefon 53 00 00, 54 53 30

Kapitaleksport og kredittinstitusjonenes rolle



AV
ADM. DIREKTØR
LEIF TERJE LØDDESØL
DEN NORSKE CREDITBANK

Kapitaleksport er ikke noe man «får», det er noe man skaper, ved at det åpnes for alle slags norske investeringer og plasseringer i utlandet, og ved at alle tilgjengelige kanaler tas i bruk. Vi har et konkret behov for å skape slike investeringer i dag, ikke et hypotetisk behov i fremtiden.

Norge har alltid kunnet nyttiggjøre seg kapitalimport på en fornuftig måte. Oljeinntektene er imidlertid en kapitalinngang som er så stor og kommer så brått at vi ikke klarer å ta dem i bruk på en tilsvarende effektiv og produktiv måte. Vi er i en omstillingskrise, eller en absorberingskrise. Denne kan vi løse ved at endel av oljekapitalen investeres eller plasseres i utlandet, på lang sikt eller som en overgangsordning. På kort sikt kan vi si at dette er en måte å saldere et anstrengt nasjonalbudsjett på.

Kredittinstitusjonene har alltid hjulpet privatpersoner og næringsliv med investeringer og plasseringer i utlandet. De har også plassert i utlandet for egen regning. I dag er de innstilt på å satse sterkere på dette felt. Dette må ikke betraktes som manna fra himmelen for kredittinstitusjonene. Det vil kreve betydelige investeringer og risikotagning fra deres side. Det tekniske apparat, kontaktnettet og kunnskapene om måten det skal gjøres på er imidlertid tilstede, sier DnC-sjefen Leif Terje Løddesøl i dette foredraget.

I. Innledning

Rammen for denne konferansen er *penge- og kredittpolitikken i 1980-årene*, og de aller fleste av foredragene har konsentrert seg om selve det innenlandske kredittpolitiske styringssystem, og hvorledes dette kan bli mest mulig effektivt i det kommende ti-år.

I denne rammen kan det føles som om mitt emne: *Kapitaleksport og kredittinstitusjonenes rolle* er en fremmed fugl. Snakker vi ikke om den kredittpolitiske styring i Norge? Tenker vi ikke på en nasjonal utnyttelse av våre egne ressurser for våre egne, norske formål? Hva har egentlig kapitaleksport med dette å gjøre; for ikke å snakke om den generelle skepsis som råder i de fleste kretser: Blir det over hodet noen kapital å eksportere her fra Norge?

Leif Terje Løddesøl er cand.jur. fra Universitetet i Oslo 1960. Han har arbeidet i Utenriksdepartementet og Norges Rederforbund. Foresto oppbygningen av det interskandinaviske selskap ScanAustral, hvor han var adm.dir. I 1973 ansatt som adm.dir. i Wilh. Wilhelmsen. I 1980 ansatt som adm.dir. i Den norske Creditbank.

Jeg vil forsøke å nærme meg mitt emne under nettopp denne synsvinkel, forsøke å plassere kapitaleksport-spørsmålet inn i sammenheng med selve kredittpolitikken, forsøke å se den som en rasjonell utnyttelse og styring av våre egne ressurser, gjerne for egne formål.

Og når det gjelder den fremmede fuglens plass, så vil jeg prøve meg med et bilde: Denne fuglen er kanskje en nokså liten fugl i dag, men den har et meget stort rede. Vi har følelsen av at denne fuglens rede er såpass stort at det kan romme en meget større fugl til slutt.

La meg bli i dette bilde en liten stund til. Dette store redet for den noe fremmede fugl, som heter norsk kapitaleksport, ligger plassert på en meget stor bred og rommelig berghylle. Det klorer seg ikke fast i en liten sprekke i fjellet. Det ligger trygt og godt, og har god plass til alle sider. Den plassen heter nemlig *utenriksøkonomiens andel av Norges nasjonaløkonomi*. Den kjenner dere godt til i denne forsamling, og derfor kan jeg her trygt bevege meg over fra bilder til tall.

Norges brutto nasjonalprodukt er neste år anslått

til 312 milliarder kroner. Eksporten fra Norge er anslått til 156 milliarder kroner. Dette er inklusive oljevirkksomheten og også medregnet den såkalte «planleggingsreserve» på 15% av oljeinntektene. Eksporten blir altså i 1981 helt nøyaktig – på milliarder (!) – 50% av nasjonalproduktet.

Det er dette som gjør at vi sier at Norge har en åpen økonomi, den er i meget sterk grad integrert med verdensøkonomien, og mindre er det ikke blitt etter at vi begynte å produsere olje.

Her har vi altså den brede berghyllen som kapital-eksportens rede ligger på. Norge har hatt og har en større kommersiell kontakt med utenverdenen enn de aller fleste andre industrialiserte land. Den kommersielle kontakten har vært understøttet også av kapitalbevegelser. Hittil har dette i overveiende grad gått *til* Norge. Vi har vært netto kapitalimportører. Vi har lånt i utlandet. Vi har invitert utenlandske selskaper til å investere her. Vi har også pålagt utenlandske selskaper å etablere seg i Norge og operere som norske selskaper – særlig i oljesektoren.

Hva er kapitalimport? Vi har vel likt å forestille oss at det vi har lånt opp eller på annen måte fått til dekning av importoverskuddene, det har vært kapitalimport – så å si pr. definisjon.

Dette er en *netto-tankegang*. Vi taler om netto kapitalimport. På samme måte er det åpenbart når vi diskuterer *kapitaleksport*. Da er det i enda større grad klart at de aller fleste tenker på et nettotall. Et bevis på dette er det at man liksom ikke er villig til å drøfte norsk kapitaleksport over hodet, hvis man ikke er sikker på at det blir et netto overskudd når oljen er eksportert, og oljeinntekten delvis er brukt. Spørsmålet om kapitaleksport er blitt et spørsmål om vi får noe til overs av oljeinntekten som vi kan eksportere.

Det ville være et hovedpunkt for meg å gå løs på nettopp denne forestillingen:

- For det første fordi den er feilaktig. Vi har stadig en viss kapitaleksport fra Norge når vi ser på bruttostrømmene. Den har vært mindre enn kapitalimporten, men den har dog eksistert.
- For det annet fordi den blokkerer fantasien og tanken på hvorledes vårt lands økonomi og vårt lands bedrifter egentlig arbeider. Forestillingen ligger i makroplanet, og den hindrer utsikten til mikroplanet.
- For det tredje fordi den skaper en forestilling om at vi kan vente med å tenke på kapitaleksport, ta standpunkt til den eller undersøke verdien av den, til vi ser om det blir «noe til overs» av oljeinntektene.

Spørsmålet om kapitaleksport fortjener langt mer enn en slik passiv vente-og-se-holdning. La oss se om ikke kapitaleksporten har en viktig funksjon i vår økonomi, om den kan dekke våre behov og være en fornuftig disponering av våre ressurser – ikke i fremtiden, men *i dag*.

II. Kan kapitaleksport ha en nasjonaløkonomisk hensikt?

En forutsetning for å kunne gi svar på slike spørsmål er at man er villig til å gå nærmere inn på en del nasjonaløkonomiske vurderinger. Det er nødvendig å spørre seg selv om kapitaleksporten kan ha noen nasjonaløkonomisk hensikt.

Dette er et ganske vanskelig spørsmål. La oss prøve om det kan finnes et svar hvis vi tar omveien om motstykket, nemlig *kapitalimporten* som vi kjenner så mye bedre. At kapitalimport har vært nasjonaløkonomisk hensiktsmessig for Norge er det visst neppe noen stor uenighet om. Opp gjennom årene har vi fått en tilførsel av kapital, mer eller mindre risikovillig, som har kunnet kombineres med våre naturressurser og med vår arbeidskraft. Kapitalen har fått sin avkastning, som regel, landet er blitt raskere utbygget enn vi kunne klart det ved egen hjelp, velstanden er øket.

Kapitalimporten har også uten tvil ført med seg omstillinger i vårt land. Industrialiseringen har ført til en betydelig folkeflytting fra land til by. Allikevel har denne utviklingen vært betraktet som et fremskritt. Vi har ment, og mener det vel fortsatt, at kapitalimporten har vært hensiktsmessig nasjonaløkonomisk sett.

Parallelt med kapitalimporten har det som jeg allerede har sagt, også foregått kapitaleksport fra Norge. Norske bedrifter har i en viss grad etablert datterselskaper i utlandet. Privatfolk har i beskjeden målestokk kjøpt verdipapirer eller fast eiendom i utlandet.

Vi kan vel si at også dette har hatt positive sider nasjonaløkonomisk sett. Hvis norske bedrifter har funnet det regningssvarende å utvikle seg delvis utenlands, så er det en fordel også for landet. Særlig regningssvarende synes vi kanskje det er hvis slik ute-etablering er et middel for norske bedrifter til i det hele tatt å overleve i konkurransen. Men det viktigste er selvsagt overskuddet i seg selv.

Og hvis privatfolk får øket sin behovstilfredsstillelse mer ved feriehus i utlandet enn i Norge, så øker vel også totalnyttens mer. Samtidig reduseres det innenlandske press på friarealene, hvilket vel også er en fordel nasjonaløkonomisk sett.

Spørsmålet får en ny dimensjon.

Det jeg her har sagt om hensiktsmessigheten av kapitalimport og kapitaleksport ligger på et nokså hverdagslig plan. Det har en dimensjon som er kjent for oss alle.

Men så kommer oljeinntekten inn og skaper forandring i bildet, og kanskje i begrepene også. Vi får plutselig tilgang på en helt ny kapitalkilde. Den har en dimensjon som betar oss, og nesten forskrekker oss. Hele kapitalspørsmålet får dermed også en helt ny dimensjon for oss. Tingene blir snudd på hodet og vi leter etter et nytt fotfeste.

I en slik opp-ned-situasjon er det helt naturlig å spørre om det er kapitaleksport som vil være det mest hensiktsmessige, nasjonaløkonomisk sett. Det umiddelbare svar fra en rekke sosialøkonomer er så vidt jeg har kunnet registrere: ja. Men la oss ikke nøye oss med dette umiddelbare ja. La oss finne fram til et selvstendig syn.

All produksjon er et samvirke mellom arbeid og kapital. I noen situasjoner kan arbeidet nyttiggjøre seg mer kapital, i andre situasjoner kan kapital nyttiggjøre seg mer arbeid. Arbeidskraften i et land kan i visse faser og i et visst omfang øke sin produktivitet ved tilførsel av ekstra kapital, altså ved kapitalimport. Men det finnes kanskje et eller annet metningspunkt eller en grense for absorpsjonsevnen, eller omstillingevnen hos arbeidskraften eller hos den administrasjon som leder produksjonen. Da er det med andre ord overflod på kapital, og kapitalen vil finne seg bedre anvendelser andre steder.

Evnen til å forandre forholdet mellom arbeid og kapital er antagelig en variabel størrelse. Paradoksalt nok virker det som om vi i vår tid – tross all den vekt som er blitt lagt på voksenopplæring, omskolering og livslang læring – allikevel ser på omstilling som en større belastning enn forrige generasjon. Minussidene trekkes sterkt frem, plussidene avfeies. Under flukten fra landsbygda tenkte folk, at riktignok måtte de skifte miljø, men så fikk de jo til gjengjeld en mye høyere levestandard. Hvis dette synet forandrer seg, hvis de personlige nyttefunksjoner legger større vekt på det som er etablert, ja, så blir også evnen til å ta i bruk en stor, ny kapitaltilgang mindre.

Er kapitaleksport en egnet betegnelse?

Her må jeg imidlertid med en gang få komme med en meget viktig presisering. Jeg sa at evnen til å ta i bruk en stor kapitaltilgang ble mindre. Hva betyr «ta i bruk»? Det betyr i denne forbindelse å ta kapitalen i bruk i forbindelse med vår egen arbeidskraft, ta den i bruk her i landet. Men dette er jo ikke den eneste mulighet. Vi, nordmenn, kan jo ta kapital i bruk andre steder enn i Norge.

Selve ordet kapitaleksport er antagelig misvisende for mange mennesker. Ordet leder tanken hen på at det er noe vi selger ut av landet, noe vi kvitter oss med mot betaling. Men det er jo ikke dette som skjer fordi om vi ikke finner det hensiktsmessig å bruke kapitalen i forbindelse med vår egen arbeidskraft her hjemme.

Det som skjer er at vi investerer våre penger eller plasserer våre penger i utlandet, enten i form av kjøp av fast eiendom, produksjonsutstyr, varelagre eller oppbygging av en salgsorganisasjon – eller i form av bankinnskudd, beholdninger av verdipapirer eller eiendom for personlig behov i ferier og lignende.

Investering eller pengeplassering i utlandet er derfor en bedre betegnelse enn kapitaleksport. Jeg tror det er behov for å uttrykke seg så enkelt og

presist som mulig i denne saken, både av hensyn til politikerne og av hensyn til publikum, som bør ha den best mulige forståelse av hva det er vi egentlig snakker om, og hva det er vi arbeider for.

Norge har i dag en tilpasningskrise fordi kapitaltilgangen plutselig er øket sterkt i forhold til arbeidskraft og organisasjon. Samfunnet er i hvertfall i øyeblikket ikke gearet inn på å føye seg etter en slik kapitalinngang – føye seg i den forstand at andre faktorer straks inntar den relative plass som en større kapitalinngang innebærer. Derfor vil et forsøk i denne retning antagelig være ineffektivt i nasjonaløkonomisk forstand. Flere sosialøkonomer har tidligere i år pekt på den ineffektivisering av store deler av vårt produksjonsliv som en brå innføring av oljeinntektene lett kan medføre eller har medført allerede.

I en slik fase kan den nasjonaløkonomiske nytte eller totaleffekt bli større ved at kapitalen plasseres og anvendes utenfor landet, i produksjonsmiljøer som er mer umiddelbart mottagelige for kapitaltilførsel, ja, som kanskje hungrer etter dette. Man kunne kanskje driste seg til å gå enda et skritt videre, og si at i en mer global målestokk vil investeringer i andre land gi en større samlet menneskelig nyttevekst av den norske kapital i dag, enn investering i Norge. Norge er et av verdens rikere land, og det er rimelig å anta at et slikt land kan og bør bidra til en positiv utvikling i verden ved å engasjere seg utenfor sin egen snevre krets.

Disse resonnementene kunne være tilstrekkelige som et svar på hvorfor kapitaleksport, eller plassering av penger i utlandet, kan være nasjonaløkonomisk hensiktsmessig for Norge i dag.

Et mer kortsiktig salderingssynspunkt.

Man kan imidlertid føye til et resonnement av mer kortsiktig natur. Det er unødvendig i denne forsamling å si meget om de umiddelbare konsekvenser av at den frigjorte oljekapitalen blir satt i omløp i Norge fullt ut. De fleste her er antagelig av den oppfatning at dette vil virke inflatorisk, drive kostnadene oppover slik at import vil fortrenge innenlandsk produksjon i konkurranseutsatte næringer. Landet vil bli importavhengig og få smalere produksjonsgrunnlag.

Under en nasjonaløkonomisk synsvinkel kan vi derfor si at i den grad vi får istand kapitaleksport eller investering og plassering av penger i utlandet, foretar vi så å si en saldering av nasjonalbudsjettet. Vi får redusert noe av den overskuddsetterspørsel som bruken av oljepengene skaper i norsk økonomi. Plassering av penger i utlandet blir et alternativ til direkte import. Investering i fabrikker i utlandet blir et alternativ til en kanskje mer problematisk investering i tilsvarende industri i Norge, med det stigende kostnadsnivå vi må forvente her.

Dette salderingssynspunktet er sikkert lettere å få tak på for folk flest, og det vil være nyttig i den økonomiske debatt. Men dypere nede ligger balan-

seproblemet mellom arbeid og kapital, hjemme og ute. Det er antagelig her vi finner den mest solide begrunnelse for en kapitaleksport fra Norge i vår nåværende situasjon.

Ikke vente og se

Her er det da naturlig for meg å vende tilbake til noe av det jeg sa innledningsvis. Det gjelder forestillingen om at kapitaleksport fra Norge er noe vi får se på dersom det blir noe til overs av oljeinntektene.

Hvis det er slik at vi står oppe i en tilpasningskrise i doseringen av den innenlandske bruk av arbeid og kapital, så er dette et problem for oss i dag, ikke i fremtiden. Det er *nå* vi må søke løsningen, for det er *nå* problemet er her. Problemet har et tidselement i seg. Det er ikke urimelig å tro at problemet til en viss grad er et overgangsfenomen. Det kan nok ta mange år for et land å bygge seg om til en ny struktur, men viljen til dette kan oppstå gradvis, selv om den mangler i dag. I så fall kunne vi se på investering og plassering av kapital i utlandet som et midlertidig tiltak, en metode for å gjøre kapitalen nyttig inntil vi ville ta den hjem og investere den her. Et passende tidspunkt kunne jo i parentes bemerket være når oljen var uttømt, hvis vi ville se så langt frem i tiden.

Det er høyst sannsynlig slik at hvis oljekapitalen tas inn i Norge, vil velferdspåkjenningen og risikoen for ineffektivisering være størst i de nærmeste år, under fremveksten av den nye kapitaltilgangen. Det er derfor nettopp i denne fasen at utplassering av kapitalen kan være nyttig for oss.

III. Fra nyttebetragtning til praktisk politikk

Så langt nyttebetragtningene. La oss så gå videre til det praktiske plan. En ting er å finne frem til hva som er mest hensiktsmessig, en annen ting er å ta de praktiske konsekvensene av dette.

Hvis vi mener at plassering i utlandet er en lønnsom nasjonaløkonomisk anvendelse av norsk kapital, så må vi

- tillate slik investering og plassering ute
- håpe at mottagerlandet også tillater det
- finne lønnsomme plasseringsmåter.

Det første punkt er – eller burde iallfall være – det enkleste. Vi har en valutalogvgivning som gir fullmakter til fullstendig regulering, men fullmaktene utnyttes på langt nær fullt ut. Jeg skal gå ganske raskt igjennom de viktigste hindringer for plasseringer i utlandet.

Det enkleste er restriksjonene på hva man kan ta med seg ut av turistvaluta. Regelen er i dag at man kan ta med 10 000 kroner pr. person pr. reise.

Hvis man arver penger i utlandet har man adgang til å holde dem fortsatt ute. Arven må meldes til Norges Bank som gir den formelle tillatelse.

Gjestarbeidere i Norge har adgang til å sende hjem inntekt som de tjener her. Mellom familiemedlemmer som er bosatt i forskjellige land er det også adgang til å yde og motta lån, men dog alltid mot at det først foreligger lisens.

Nordmenn kan kjøpe seg eiendom, f.eks. til feriebruk i utlandet. Her er grensen satt til 250 000 kroner pr. husstand, og denne regelen praktiseres merkelig nok meget strengt.

Nordmenn kan kjøpe utenlandske verdipapirer, men dette kan bare skje innenfor en eksisterende portefølje, slik at en nordmann kan kjøpe det som tilsvarende hva en annen nordmann har solgt.

Strengt blir man også behandlet dersom man ønsker å åpne en bankkonto i utlandet. Dette kan bare skje etter søknad i Norges Bank, og man må oppgi en plausibel og respektabel grunn, som må gå ut på at man har et eller annet forretningsmessig eller personlig betalingsbehov i utlandet.

Denne relativt restriktive behandling av privatpersoner står i en ganske sterk kontrast til den liberale håndtering bedriftene er gjenstand for når det gjelder alt vedr. kjøp og salg av varer og tjenester, og betalinger og kredittytelser i forbindelse med slike kommersielle transaksjoner. Alt dette foregår fritt. Bedriftene kan opprette valutakonti ute dersom de har både inntekter og utgifter i valuta. Det kreves også her en tillatelse fra myndighetene, og dokumentasjon må alltid sendes inn. Bedriftene kan fritt yde kreditter for inntil ett år ved vareeksport og motta kreditter på inntil fem år for vareimport. Utover disse tidsfrister må de ha spesielle lisenser.

Bedriftene må også ha lisens for investeringer i utlandet, og for vanlige innlån og utlån til investeringer. Dette blir imidlertid gitt meget liberalt når det gjelder industri. Derimot har myndighetene i mesteparten av etterkrigstiden vært langt mer restriktiv overfor rederinæringen når den ønsket å etablere endel av sin virksomhet utenfor Norge. Og som sagt, man har vært meget mer restriktiv overfor privatpersoner enn overfor industribedrifter.

Det er altså de någjeldende regler. De er sprunget ut av en annen tid, med andre behov. Ingen av dem er hensiktsmessige i vår nye situasjon, og det burde kunne være en svært kortvarig administrativ prosess å forandre dem. Det kan være interessant å minne om at da de ble innført i 1950 ble de sagt å være rent midlertidige. Statsråd Arne Skaug sa under stortingsbehandlingen:

«Jeg vil også gjerne si at Handelsdepartementet ikke har noe ønske om å opprettholde valutareguleringen en dag lenger enn vi mener vi har behov for den, vel å merke under hensyntaken til de forpliktelser som vi har på lengre sikt, i og med den store utenlandske gjeldsbelastning ved nåværende og fremtidige kontrakter på skip. Hvis eller når det inntreffer en slik valutasituasjon at vi trygt kan gå til å oppheve denne form for lovgivning – og vi får håpe

at det vil inntreffe en slik situasjon om ikke så altfor lang tid – vil Handelsdepartementet utvilsomt selv ta initiativet til å få valutaloven opphevet.»

Vi må vel i dag kunne si at vi er kommet dithen som Arne Skaug tenkte seg, selv om vi tydeligvis er blitt noe forsinket.

Bankforeningen, Rederforbundet og Handelsstandsforbundet har nylig i et brev til Handelsdepartementet gitt sin tilslutning til et forslag om at det blir nedsatt et utvalg som vurderer valutareguleringen i lys av vår nåværende situasjon.

Foreløpig oppsummering

La oss ta en foreløpig oppsummering her. Norge har en meget utadvent økonomi. I 1981 vil eksportverdien utgjøre nøyaktig 50% av brutto nasjonalproduktet. Vi har bygget opp denne økonomien ved en ganske stor tilførsel av kapital utenfra. Samtidig har vi drevet med en viss kapitaleksport, men den har vært langt mindre.

I dag har vi selv fått en betydelig ny kapitalkilde. Den er så stor at vi ikke kan disponere den innenlands uten at mye av vår nåværende virksomhet blir bygget ned. Vi har altså en tilpasningskrise. Denne kan vi imidlertid løse eller dempe ved å disponere kapitalen utenlands, altså ved at Norge og nordmennene investerer eller plasserer penger i andre markeder enn det norske.

Tilpasningsproblemet foreligger i dag, og det må derfor løses i dag, ikke i fremtiden. Løsningen forutsetter tre ting:

- For det første at vi er enige om diagnosen. Det forutsetter jeg at vi er.
- For det annet at vi deretter er så fornuftige at vi ønsker løsninger ikke bare i *teorien*, men også i *praksis*. Det forutsetter jeg også at vi er, og at *alle* hindringer for norsk investering og plassering i utlandet blir fjernet om kort tid.
- For det tredje – og det kommer jeg til nå – er det en forutsetning at vi finner investeringsmuligheter som passer for våre formål, som er lønnsomme nok og sikre nok til at vi kan være tjent med dem på lang, eller ihvertfall mellomlang sikt.

La oss nå i det følgende konsentrere oppmerksomheten om denne tredje forutsetningen.

IV. Plasseringsobjekter og -steder. Lønnsomhet. Sikkerhet.

Hvor finner vi investerings- og plasseringsmuligheter som passer for våre formål? Ja, det beror nå for det første selvfølgelig på formålene, og de kan være mange.

Statens formål vil primært være å holde en tilfredsstillende valutareserve slik plassert at den kan mobiliseres på rimelig kort sikt, og helst uten verdifall. Norges Bank er statens agent i alle slike spørsmål. Den har årelang erfaring i forvaltningen av valutare-

servern og trenger ingen råd fra noen av oss når det gjelder dette.

På den annen side er det nok mange som gjerne ville ha det motsatte, nemlig råd fra Norges Bank om hvor de selv skulle plassere sine kortsiktige likvider – det være seg bedrifter, institusjoner eller privatfolk. Norges Bank har for såvidt en viktig rolle å spille gjennom sin informasjonsvirksomhet om penge- og kredittpolitiske forhold i andre land. Det er derfor positivt at Norges Bank fører en så aktiv informasjonslinje som den gjør, bl.a. gjennom sitt kvartals-skrift og gjennom konjunkturoversiktene.

Hvis staten skulle komme til å akkumulere svært store valutabeholdninger kan dens formål komme til å bli plassering også på lengere sikt, altså virkelige investeringer. Da vil den være i samme situasjon som næringslivet.

Næringslivets formål vil som regel være å finne relativt langsiktige faste investeringsmuligheter i gode markeder, arbeidskraftsmarkeder, råvaremarkeder eller ferdigvaremarkeder.

Privatfolks formål vil være en blanding av kortsiktig og langsiktig. Tildels vil de være interessert i å skaffe seg fast eiendom – hus eller ferieleiligheter f.eks. i varmere land. Tildels vil de ønske å plassere noe i utenlandske verdipapirer som de kan sitte her hjemme og følge med i; eller de vil rett og slett kunne ønske å holde noe på konto i utenlandske banker. Dem om det, var jeg nær ved å si!

Disse forskjelligartede formål kan vi i moderne sjargong kalle den *kravspesifikasjon* som vi står overfor, vi som mener å kunne delta i det arbeid som her ligger foran oss.

Hva kredittinstitusjonene kan gjøre

La oss derfor ta kravspesifikasjonene i tur og orden. Det er et hensiktsmessig utgangspunkt. Når man får vite *hvilken jobb* som skal gjøres kan man overveie *hvem* som bør gjøre den. I debatten hittil har vi tildels vært i en blindgate. Vi har grublet over hvem som får oljeinntektene. Deretter har det vært tatt for gitt at det måtte være nettopp den som fikk inntekten som måtte arbeide med plasseringen. Det er dårlig teori og dårlig praksis. På dette område er det arbeidsdeling, som på alle andre. Spesialister av alle slag må trekkes inn for å hjelpe investor med råd og praktiske arbeidsoppgaver, tekniske, juridiske, forhandlingsmessige, analytiske og til slutt også fysiske arbeidsoppgaver.

La oss da først se på *statens formål* og hvorledes disse best kan håndteres. Min kollega, Borger Lenth behandlet dette i en artikkel i Aftenposten for en tid siden.¹⁾ Han pekte på at Norge burde ha helt spesielle forutsetninger for å satse på energiprojekter i utviklingsland. Gjennom et samarbeide kunne private påta seg kraftutbyggingsprosjekter og staten

¹⁾ «Forvaltning av statens valutabeholdninger». Aftenposten 22/9–80.

hjelpe til med de infrastruktur-investeringer som måtte trengs i tillegg.

Han pekte videre på at Verdensbanken nå har foreslått at det skal etableres en ny institusjon innenfor Verdensbank-gruppen, som utelukkende skal beskjeftige seg med energiprojekter. Lenth foreslo i sin artikkel at myndighetene burde vurdere å tilby Norge som vertsland for denne nye institusjonen. Det er en interessant tanke som absolutt bør følges opp.

Forøvrig var hans hovedpoeng at også det overskudd som staten måtte få – utover en solid valutareserve – bør søkes plassert og forvaltet på en desentralisert måte. Gjennom et samvirke mellom bedriftene, bankene og staten kan vi få igang fornuftige investeringer ute. Bedriftene vil satse sin kompetanse og risikokapital, bankene støtte opp med lånekapital og staten sørge for den nødvendige likviditetstilførsel til en ekspansjon i denne retning.

Staten har i det hele tatt en valgmulighet mellom å sette et valutaoverskudd i utenlandske banker eller i norske. Vi vil selvsagt gjøre oss til talsmenn for at de plasseres i norske. Samtidig er vi imidlertid fullt klar over at dette vil fordre ordninger som gjør at vi selv investerer pengene ute, ikke hjemme. Dette skal jeg komme tilbake til.

Et tenkt alternativ til en ordning med kanalisering gjennom norske banker vil være en statsinstitusjon opprettet for det samme formål. Dette vil innebære resurssløsende dobbeltarbeid. En slik løsning vil imidlertid også være lite heldig fra et utenrikspolitisk synspunkt. Den norske stat vil da kunne bli direkte eier eller kreditor i utlandet. Et system med én instans for forretningsmessig forvaltning av statens midler i vanskelige markeder, vil innebære en unødvendig stor konsentrasjon av risiko både økonomisk og politisk.

Så meget for statens formål og det bidrag kredittinstitusjonene kan gi her. Det kunne nok sies mer også, men jeg er mer tilhenger av å gjøre ting enn å snakke om dem. Norske banker og kredittinstitusjoner får selv markedsføre seg som agenter for statlig kapital-eksport. Vår oppgave er å komme frem med tilbudene i helt konkret form, og så får vi nok jobben.

Næringslivets investeringer etc.

Vi kommer så til næringslivssektoren og dens formål med kapitalinvesteringer ute. Dette er et ukjent felt for svært mange, forholdsvis lite utviklet som det er. Ikke desto mindre foregår det interessante ting her, og det kan være grunn til å trekke frem endel konkrete forhold.

Norges Bank gir i sitt aller nyeste nummer av «Penger og kreditt» en statistisk oversikt over vel 1 100 norske utenlandsinvesteringer.²⁾ Den kan anbefales til nærmere studium.

²⁾ Svein Olav Hansen og Bjørn Wamli: Norske investeringer i utenlandsk næringsvirksomhet. Penger og kreditt nr. 3, 1980.

Industriøkonomisk Institutt i Bergen utga også i fjor en interessant oversikt over norske bedrifters investeringer ute, konsentrert om Sør-Øst-Asia.³⁾ Instituttet så både på omfanget av investeringene og motivene for dem.

Oversikten er interessant, særlig fordi den gir ganske konkret informasjon om hva som foregår på dette felt.

Generelt kan vi si at næringslivet selv må finne frem til investeringsmulighetene, men verden er stor og mulighetene er legio. Bedriftene kan selvsagt ha meget god nytte av den kontakt som kan skapes gjennom deres norske eller utenlandske bankforbindelser. Jeg kan nevne at f.eks. Viking-Askim, som er med i oversikten over investeringene i Sør-Øst-Asia, ganske nylig har kjøpt en bedrift også i USA, ikke langt fra New York. Det dreier seg her om en fabrikk som produserer tekniske gummivarer.

Arbeidet med dette kjøp startet også hos bedriften selv. DnC kom imidlertid som bankforbindelse inn i bildet på et tidlig stadium. Vi var deretter i stand til å sette vår deleide bank Nordic American Banking Corporation i New York på jobben. Ifølge Viking-Askim selv var de svært godt tjent med den juridiske og tekniske bistand de fikk fra spesialistene i denne banken, som jo tross alt kjenner meget godt til det amerikanske marked og dets lover og forskrifter. Den var også behjelpelig med å skaffe lokal finansiering.

Norsk industri går altså ikke bare ut til Østen og til de store arbeidsmarkedene der, den går også til det avanserte amerikanske forbruksmarked. I et intervju i Norges Industri⁴⁾ redegjorde assisterende banksjef hos DnC, Haakon M. Melander nylig for den økende norske interesse for investeringer i USA. Han nevnte der at han kjente til minst et dusin norske bedrifter som har satt igang prosessen for bedriftskjøp i USA, og at de fleste av disse står foran en avklaring ganske snart.

Privatfolks plasseringer ute

La oss så for det tredje se på privatfolks situasjon. Jeg mener som nevnt at vi så snart som mulig bør oppheve restriksjonene på privatpersoners investeringer og plasseringer i utlandet. Jeg tror ikke at dette i seg selv vil føre til utplasseringer i et omfang som er av noen stor nasjonaløkonomisk betydning. Det vil mer være et spørsmål om en mentalitetsforandring. En forandring av signalene fra myndighetene til borgerne. En godkjennelse av at plassering i utlandet finner sted. Dette vil i seg selv åpne horisonten for en stor del av det norske samfunn, og dermed vil det bidra til at oppmerksomheten og innstillingen i langt bredere kretser innretter seg på

³⁾ Oddvar Smukkestad: «Erfaringer med norske produksjons-etableringer i Sør-Øst-Asia.» Arbeidsrapport nr. 30. Industriøkonomisk Institutt 1979.

⁴⁾ Norges Industri nr. 17/1980.

den nye mulighet som ligger i at norsk kapital kan plasseres produktivt og trygt, også på steder utenfor Norge.

Bankenes fondsavdelinger har i alle år arbeidet med omsetning av utenlandske verdipapirer. Våre alminnelige betalingsformidlingsavdelinger har arbeidet med åpning av bankkonti i utlandet, der hvor det forelå valutalisens for dette. Heller ikke dette er derfor nye arbeidsområder, og bankene er parat til å påta seg langt større oppgaver på dette område enn de har i dag.

Bankenes egne plasseringer.

La meg så til slutt i all beskjedenhet si noen ord om muligheten for at bankene for egen regning kan bidra til kapitaleksporten. Vi har jo i mange år vært vant til å arbeide internasjonalt. DnC eier eller er medeier i 20 institusjoner på alle kontinenter. Vi har bygget opp et meget omfattende nett av kontakter med banker og finansinstitusjoner over hele verden. For DnC alene har vi et korrespondanseforhold til mer enn 6 000 slike. Vi har pleiet disse kontaktene meget omhyggelig ved gjensidig besøk, og ved at vi har holdt innskuddskonti i en rekke utenlandske banker. De enkelte innskudd har ikke nødvendigvis behøvd å være så store, men de har vært tilstrekkelig til at vi har fått god will når vi har henvendt oss i disse banker for å skaffe lån til norsk næringsliv eller norske offentlige utbyggingsprosjekter. Vår oppbygging av kontakter har derfor tatt sikte på å skaffe penger til Norge.

Behovet for kapitalimport vil fortsatt være tilstede. Vi må som sagt se på bruttostrømmene, og vi får selvsagt behov for å oppta lån i utlandet parallelt med at vi har midler til overs for plassering i utlandet. Hvis imidlertid målsetningen blir å få til en netto plassering i utlandet, vil vår situasjon være forandret 180 grader. Dette er vi i full gang med å innstille oss på.

Gjennom endringer av enkelte penge- og kredittpolitiske regler ville bankene kunne få et langt sterkere incentiv til å plassere midler i utlandet for egen regning. I dag må bankene holde primære likviditetsreserver og foreta plassering i obligasjoner i et visst forhold til veksten i aktiva eller passiva. Hensikten med plasseringsplikt og reservekrav er at man skal nøytralisere en del av innskuddsmassen, slik at den ikke blir benyttet til utlån i Norge.

Dersom pengene blir plassert i utlandet, skulle det ikke være noen grunn til å belegge dem med samme restriksjon. Plassering i utlandet vil jo fra en pengepolitisk og etterspørselspolitisk synsvinkel være ensbetydende med at de holdes unna det norske marked. Det vil på en måte være en parallell til selve plasseringsplikten og reservekravet. Vi har derfor argumentert for at alle bankenes plasseringer i utlandet skulle trekkes ut av beregningsgrunnlaget for likviditetsreserver og plasseringsplikt. En slik

forandring ville klart stimulere arbeidet for kapitaleksport. Det ville gi en positiv impuls som etter mitt skjønn er en av de ting som virkelig trengs for at denne aktivitet skal få noe vesentlig og nyttig omfang.

Så vidt vi forstår er også myndighetene i prinsippet innstilt på at en slik lovforandring ville være et fornuftig tiltak. Jeg håper at vi kan nærme oss en praktisk gjennomføring også av dette i løpet av forholdsvis kort tid.

Egenkapitalproblemet

Til slutt må jeg også trekke frem et forhold som er lite kjent av almenheten. Også bankene har meget bestemte begrensninger i sin evne til å ekspandere. Den regel som i sterkeste grad begrenser norske bankers muligheter for ekspansjon er kravet til egenkapital. Bankene skal ha en egenkapitalprosent på 6,5 i forhold til et fastsatt beregningsgrunnlag som omfatter størsteparten av balansepostene. Dette betyr at bankene må operere med en viss fortjeneste, eller det vi kaller et tilstrekkelig overskudd til at egenkapitaloppbyggingen kan holde følge med veksten.

Dersom vi skal kunne vokse på basis av innskudd i bankene, som igjen formidles til utlandet i forskjellige investeringer der, må vi ha en tilstrekkelig fortjeneste også på denne del av virksomheten. Den forandring som jeg omtalte foran, som går ut på å frita plasseringer i utlandet for plasseringsplikt og likviditetsreservekrav, ville gi oss en bedre fortjenestemargin. Den ville derfor gjøre det lettere for oss å ekspandere for denne del av virksomheten.

På den annen side er det uten videre klart at vi her vil komme til å stå overfor større og vanskeligere risikospørsmål enn dem vi står overfor i vår innenlandske virksomhet. For det første må vi bedømme sikkerheten ved plasseringer i utlandet, og for det annet må vi vurdere kursrisikoen og omkostningene ved å dekke oss mot den. Derfor bør man ikke på noen måte tro at en slik virksomhet er å regne som manna fra himmelen for bankene. Tvertimot så vil det være en virksomhet som vil kreve betydelige investeringer fra vår side og involvere oss i risiko som vi må dekke oss mot.

Vi vil satse

Vi er imidlertid fullt innstilt på å satse sterkt i denne sektoren. Vi vil gi våre kontakter ute i verden en så å si ny «kravspesifikasjon». Vi vil fortelle dem at det vi nå trenger er gode råd om hvorledes vi selv og våre kunder kan investere og plassere penger i utlandet. Vi vil samle inn data og fakta fra de mest interessante land og steder og næringsgrener. Vi vil forsøke å formidle mest mulig informasjon til våre kunder, og vi vil forsøke å følge dem ut og gi dem

Forts. side 22.

*Afsluttende bemærkninger ved Norske Sosialøkonomers
høstkonferanse den 14. oktober 1980*

Norsk penge- og kreditpolitik set udefra

AV
PROFESSOR NIELS THYGESEN
KØBENHAVNS UNIVERSITET

Da jeg i 1964 kom som ung universitetslærer til Københavns Universitet skulle jeg overtage undervisningen i faget penge- og bankvæsen fra professor Erik Hoffmeyer, der netop var blevet nationalbankdirektør. I dette fag indgår bl.a. en gennemgang af pengepolitiske erfaringer i andre lande med en anden institutionel opbygning end Danmark. Hverken Hoffmeyer eller jeg fandt det hensigtsmæssigt at medtage Norge i denne gruppe af lande, for norsk pengepolitik forekom dengang som nu rar på en dansk iagttagelse. Jeg bruger ordet «rar» i den korrekte betydning af fremmedartet og mærkværdig, og gør mig ikke skyldig i den sædvanlige danske misforståelse af, hvad dette ord betyder på norsk. Det har forekommet at være et fornuftigt skøn ikke at undervise i norske forhold og erfaringer især, fordi kompleksiteten i norsk penge- og kreditpolitik og i de institutionelle forhold, på hvilke den bygger, ville kræve en større andel af vort semester, end hvad vi har kunnet afsætte.

Jeg kan dog tilføje, at indstillingen fra Penge- og Kreditpolitisk Komité av 1964 længe udgjorde en påskønnet del af pensum ved økonomistudiet ved Københavns Universitet – men her overvejende på grund af de generelle afsnit om diverse pengepolitiske instrumenter, heraf mange som aldrig er blevet anvendt i Norge. Stort set er vi altså fortsat med at undervise om USA, Storbritannien, Tyskland og andre lande, men ikke om Norge – og jeg har bevaret mine komplekser over for norsk pengepolitik.

Der er nok to optimale tidspunkter for at udtale sig om et andet lands økonomiske politik. Det første ligger, inden man har erhvervet sig nogen viden om dette lands forhold, men blot tilstrækkeligt overblik til at stille nogle nysgerrige spørgsmål. Det andet tidspunkt ligger så sent, at man virkelig har sat sig grundigt ind i det pågældende lands forhold og er i stand til at diskutere på lige fod med specialister fra landet selv. Jeg befinder mig klart i en mellemfase mellem disse to tidspunkter efter i den sidste halvanden dag at have lyttet til de mange indlæg på denne konference. Jeg er navnlig hæmmet af at vide, at så mange andre i forsamlingen kunne sige det, jeg har at sige bedre og præcisere end jeg. Der er kommet en

række meget klare diagnoser af det norske institutionelle system, om hvilke der oven i købet synes at være en udbredt grad af enighed. Det er derfor med tøven og med nogen usikkerhed, at jeg giver mig ind i denne opsummering af nogle hovedindtryk.

Mit hovedindtryk – og det som fortsat virker rart på mig – er fragmenteringen i norsk pengepolitik. Man har haft og fortsætter med at have en lang række delmål i penge- og kreditpolitikken med hensyn til offentlig oplåning, statsbankernes udlånsvirksomhed og kreditgivningen fra en lang række institutioner med de private banker i spidsen. De mange delmål er sikret opfyldelse gennem især kvantitative indgreb og retningslinier. Jeg er blevet overbevist ikke mindst af Steigums analyse om, at denne jagen efter præcise delmål har ført til, at et almindeligt effektivitetshensyn i det finansielle system nok er blevet nødlidende i forhold til bestræbelserne på at føre en stabil og præcis stabiliseringspolitik. Det kan måske synes ejendommeligt, at en så høj ambitionsgrad er blevet opretholdt og med en sådan grad af selektivitet; det er i de fleste andre lande en udbredt tendens i disse år, at der bliver stigende tvivl om pengepolitikens muligheder for at påvirke den realøkonomiske aktivitet præcist. Men det må unægtelig indrømmes, at de norske institutionelle forhold med den stærkt udviklede arbejdsdeling mellem institutionerne på penge- og kapitalmarkedet fremmer mulighederne for at få en sådan mere præcis styring.

Det står altså tilbage som et hovedindtryk, at der er langt mindre af et helhedssyn på den samlede kreditudvidelse, end jeg havde ventet. Jeg havde forestillet mig, at der var mere af et feedback fra de årlige kreditbudgetter af den type, som ekspeditionschef Moe præsenterede for os og til de realøkonomiske skøn i nationalbudgettet. Der er tilsyneladende heller ikke større diskussion, når det viser sig, at kreditbudgettet ikke holder. Iøjnefaldende har det været gennem såvel 60'erne som 70'erne, at der har været tale om mange afvigelser og navnlig overskridelser, når vi ser på budgetunderskuddets og statsbanklånenes bidrag til den samlede kreditskabelse. Totalt set har den samlede kreditgivning haft en tendens til at ligge i overkanten af det budgetterede,

hvilket har medført, at de private bankers udlån til den private sektor er blevet betragtet som et residual inden for den samlede ramme. Lad mig fra dette hovedindtryk vende mig til to væsentlige emner og i øvrigt lade mere detaljerede kommentarer ligge til de mere kvalificerede norske iagttagere.

Måltal for publikums likviditet?

Et helhedssyn på den samlede kreditudvidelse eller på publikums likviditet foreslås med styrke i direktør Skånlands indlæg. Skånland forestiller sig måltal for publikums likviditet, som tages så højtideligt, at afvigelser fra planerne fører til automatiske justeringer gennem markedsoperationer fra Norges Banks side, hvor renten bestemmes i et frit obligationsmarked. Det er klart, at sådanne automatiske justeringer kan forekomme både i op- og nedadgående retning, og det er derfor en forudsætning, at der eksisterer et betydeligt og aktivt obligationsmarked. Forslaget er derfor nært knyttet til tankerne om en gradvis afvikling af emissionskontrollen i Norge.

Skånland siger meget forsigtigt, at man næppe skal vente sig meget af den foreslåede omlægning, så længe publikum ikke har større værdipapirporteføljer. Erfaringer i andre lande synes at vise, at en sådan udvikling kan komme ganske hurtigt; det har man bl.a. set i lande som Danmark og Italien, når de relative rentesatser favoriserede betydelige anskaffelser af værdipapirer. Hvorfor skulle norske virksomheder og personer være mindre raffinerede end italienere og danskere?

Fordelen ved et sådant system er dels en bedre opfyldelse af de kreditpolitiske målsætninger. Men det er derudover at skabe forudsætningerne for en mere nuanceret løbende afvejning af investeringsbeslutningerne i samfundet. Efter en sådan reform vil afvejningen ikke alene sammenligne afkastet ved anskaffelse af yderligere reale goder over for låneomkostningerne herved; der vil også ske en afvejning mellem afkastet af realinvesteringer og afkastet af værdipapirer direkte. Mulighederne for at opnå et højt afkast ved alternativ placering i finansielle aktiver kan blive et virkningsfuldt styringsinstrument af investeringerne, som ikke har de samme ulemper som mere kvantitative reguleringer. Det er klart både fra norske hidtidige erfaringer og fra, hvad vi f.eks. har set i Danmark, at behovet for korrigerende markedsoperationer som følge af udsving i statens budgetunderskud eller eventuelt statsbankernes udlånsvirksomhed kan blive kraftige. Det forekommer ønskeligt, at der er en høj grad af automatik i en sådan stabiliserende tilrettelæggelse af markedsoperationerne.

Efter at have læst tilrådningsen i betænkningen om rentepolitikken havde jeg egentlig forestillet mig, at man i Norge allerede var kommet et stykke af den vej, der her antydes, naturligvis med skyldig hensyntagen til institutionel træghed. Jeg hæftede mig bl.a.

ved, at tilrådningsen om at acceptere de noget større renteudsving, som ville blive en konsekvens af mere automatiske markedsoperationer til styring af publikums likviditet, var enstemmig. Når Skånland taler så forsigtigt og indtrængende om forslaget, må det selvsagt tolkes derhen, at det er mere kontroversielt, end det umiddelbart så ud, og det er en skam, for udover de umiddelbare styringsmæssige fordele ved at få større kontrol med den samlede kreditgivning, er der vigtige pædagogiske fordele ved Skånlands forslag.

Den pædagogiske fordel ved at have måltal for udviklingen i publikums likviditet var jeg allerede inde på i mit oversigtsforedrag i går. Et sådant måltal gør det muligt at anlægge en helhedsvurdering på udviklingen i kreditgivningen til såvel den offentlige som den private sektor. Der kan være en analogi af interesse for norske forhold i de britiske erfaringer siden 1967. I forbindelse med devalueringen i dette år gik de britiske myndigheder efter opfordring fra Den internationale Valutafond over til at fastsætte måltal for den samlede indenlandske kreditudvidelse; også dér havde man i de foregående år med udlånslofter for de private banker vænnet sig til at se långivning til privat og offentlig sektor hver for sig. Da betalingsbalancen slog over til overskud, gik helhedsbetragtningen i nogen grad tabt igen, og først fra 1976 har den britiske regering påny formuleret måltal for publikums likviditet (sterling M 3) hermed er der igen kommet en helhedsbetragtning ind i vurderingen af pengepolitikken. De mellemliggende års erfaringer tyder stærkt på, at der herved blev udfyldt et kraftigt savn.

Det er vigtigt at slå fast, at formuleringen af måltal for publikums likviditet ikke i sig selv kan opfattes som tilslutning til et monetaristisk synspunkt. Det er nok et første skridt i denne retning, men til en monetaristisk opfattelse hører derunder en forestilling om, at en sådan styring af publikums likviditet på længere sigt er tilstrækkelig til at sikre en rimelig udvikling i inflationstakten. Det mener jeg ikke, jfr. senere. Første skridt i retning af monetarismen i form af offentliggørelse af måltal for likviditets- og kreditudvidelsen medfører blot en noget mere automatisk korrektion af afvigelser fra en planlagt finans- og pengepolitik. Det betyder ikke, at man dermed fuldstændig har neutraliseret finanspolitikken muligheder for på kort sigt at stimulere eller skabe kontraktion. En sådan konsekvens, der utvivlsomt ville bekymre også de norske myndigheder, er ikke velbegrunder; men virkningerne af finanspolitikken bliver selvagt noget svagere, når udsvingene i den løbende finansieres ved salg i markedet, snarere end ved likviditetsskabelse. En ekspansiv finanspolitik vil fortsat skabe formueaktiver for den private sektor i form af værdipapirer, ligesom et statsligt underskud, der bliver mindre end planlagt også vil medføre en mindre formueudvidelse end tilsigtet. Disse virkninger forekommer ønskelige, men det bør gentages, at

iværksættelsen af sådanne automatiske mekanismer ikke i sig selv medfører en accept af de videregående monetaristiske synspunkter om at styring af publikums likviditet er tilstrækkelig til på lang sigt at påvirke forventingsdannelse og nedbringe inflations-takten til et ønsket niveau.

Dette første skridt ved formuleringen af måltal har interessante konsekvenser for forholdet mellem centralbank, regering og parlament. I Skånlands indlæg ser jeg først og fremmest et forsøg på at give centralbankens rådgivningsfunktion en mere konstruktiv mulighed for at sætte ind på det rette tidspunkt. Forslaget ville bringe Norges Bank ind automatisk med udtalelser og tilkendegivelser i forbindelse med afvigelser fra kreditbudgettet. I flere andre lande, f.eks. USA, Storbritannien og Canada, har det været et selvstændigt motiv ved indførelsen af de pengepolitiske måltal at fremme den offentlige debat og øge parlamentsindflydelsen på pengepolitikens tilrettelæggelse. Klarest kom det til udtryk i den amerikanske kongres' vedtagelse af en resolution i 1975, hvori man pålagde Federal Reserve Systemet at give kvartalsvise redegørelser for pengepolitikken på basis af måltal. Denne praksis er siden blevet indarbejdet i Loven om Federal Reserve. I Storbritannien har en stor parlamentsundersøgelse beskæftiget sig indgående med betydningen af pengepolitiske måltal i denne sammenhæng. Ved at etablere en tradition med diskussioner i parlamentet regelmæssigt eller ved nærmere præciserede lejligheder skabes en større uafhængighed for centralbanken i forhold til regeringen. Dette vil næppe gøre den store forskel i et land med et ret fast politisk flertal, men en ikke ubetydelig virkning kunne dog fremkomme indirekte via den offentlige diskussion, som de mere hyppige tilkendegivelser fra centralbanken kunne give anledning til.

Centralbankens likviditetsstyrende funktion og dens accept af, at en sådan medfører større rentesving, end man kan iagttage under et mere reguleret system, er nøglen til en optøning af den norske penge- og kreditpolitik og navnlig til en friere rentepolitik. En vis afsmitning fra markedet for de papirer, i hvilke centralbankens operationer tilrettelægges over på lånevilkårene i både statsbanker og navnlig private banker vil blive naturlig. Hvis placeringen i statspapirer giver et noget højere afkast end selv de mest attraktive indskud i bankerne – måske endda mere end udlånsrenten – kan der blive tendenser til nok så kraftig «disintermediation», d.v.s. reduktion af bankernes markedsandel i det samlede kreditsystem. En sådan proces, som man i perioder har kunnet iagttage i Danmark og Storbritannien, er ikke i sig selv særlig ønskelig, og bankerne bør have mulighed til at tilskyndes til at modvirke den gennem justeringer af deres egne rentesatser. Det er da også en proces, der har kunnet iagttages i en række andre europæiske lande, bl.a. i Danmark, hvor bankerne konkurrerede så aktivt

med værdipapirmarkedet, at de statslige myndigheder beklageligvis fandt det påkrævet at gribe ind gennem fastsættelsen af en maksimumsrente for indskud i banksystemet.

Det afgørende er, at den friere rentedannelse tvinger bankerne ind på profitovervejelser, som ikke i dag er aktuelle i Norge. Hvis de er nødsaget til at sætte renten på visse indskud, navnlig tidsindskud til større virksomheder, op for at holde fast på sådanne indskud, vil profitovervejelserne tilsige dem at holde mere igen på udlånsudviklingen. Et system med friere rentedannelse giver påvirkningen af bankernes indtjening en vigtig plads i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Det er en mekanisme, der virker med nogen forsinkelse, jfr. bl.a. erfaringer i Tyskland, men den synes at virke smidigt og tilfredsstillende – naturligvis så længe bankerne er meget indtjeningsbevidste, jfr. direktør Rostofts indlæg.

Norsk valutakurspolitik

Norge valgte i december 1978 at udtræde af det europæiske slangesamarbejde eller måske rettere ikke at indtræde i Det Europæiske Monetære System (EMS). Jeg skal ikke gå ind på en nærmere vurdering af årsagerne til denne beslutning; de var såvel økonomiske som politiske. Selv om beslutningen skuffede os i Danmark af klare årsager – det var beklageligt, at vore to store handelspartnere Norge og Sverige valgte et andet valutarisk tilknytningspunkt end de øvrige europæiske valutaer, hvorved risikoen for kursudsving mellem den danske og de andre nordiske kroner blev øget – må jeg som mit personlige synspunkt sige, at beslutningen forekom forståelig på baggrund af erfaringerne i 1977/78 med stærk ustabilitet i kursforholdet mellem dollaren og slangevalutaerne. Det forekom ikke dengang ubegrundet, om Norge frygtede at få en større ustabilitet i sin effektive (gennemsnitlige) kurs gennem tilslutning til EMS end ved det arrangement, som man faktisk valgte i form af binding til en kurv af valutaer, der afspejlede sammensætningen i Norges udenrigshandel. Det forekom heller ikke usandsynligt, at den norske krone gennem medlemskab i EMS kunne blive trukket op af D-marken på et niveau, som ikke var helt realistisk, givet den endnu ret betydelige inflation i Norge.

Det er ikke kommet til at gå på den måde, som mange i Norge nok havde frygtet; kursrelationerne mellem dollar og D-mark har været væsentlig stabilere i 1979/80 end i de foregående år, og den norske krone kunne uden større besvær gennem langt størstedelen af de sidste 2 år have holdt sig inden for de tilladte udsvingsgrænser i EMS. Foreløbig har det kurspolitiske valg næppe gjort nogen større forskel – og ej heller er det åbenbart, om det vil gøre nogen større forskel i en nærmere fremtid, hvis vi især ser på den norske valutas gennemsnitlige niveau.

Men én forskel forekommer dog ikke uvæsentlig, nemlig at tilknytningen til en kurv af valutaer kan

gøre det noget nemmere at forsvare et bestemt kursniveau. Ved ikke at have faste grænser over for enkelte andre valutaer mindskes risikoen for mere omfattende kapitalbevægelser, når man kommer i nærheden af de maksimale udsvingsmuligheder. Ved kapitalbevægelser tænker jeg her foreløbig på kreditindholdet i de løbende transaktioner, leads and lags, da egentlig finansielle kapitalbevægelser ikke er tilladte i Norge. Med tilknytningen til en kurv er det ikke muligt for markederne præcist at overskue, hvornår og hvordan der vil blive intervereret. Dette i forbindelse med restriktioner på kapitalbevægelserne gør Norge ganske godt rustet i 1980'erne til at forsvare den kurspolitik, man nu engang måtte lægge sig fast på. Det er endda muligt, at kombinationen af tilknytningen til en kurv og restriktioner på mange kapitalbevægelser vil placere Norge i den situation, at det er muligt både at have måltal for publikums samlede likviditet og en valutakurspolitisk målsætning. Endru vigtigere kan denne bevægelsesfrihed måske vise sig at være, når der opstår et behov for eller et pres på kronen for revaluering.

Ser man på skønnene for den norske betalingsbalance i de kommende år må det ventes, at den stærke løbende balance vil give en vis tendens til revaluering, medmindre enten den indenlandske økonomiske politik løber løbsk, eller der skabes forudsætninger for en ganske kraftig kapitaleksport. Det som skræmmer mange i Norge – og med rette – er de britiske erfaringer i de seneste år. Samtidig med udsigten til en styrkelse af den løbende balance kom der i Storbritannien en voldsom pengepolitisk stramning, som fjernede frykten for den mere kortsigtede svækkelse af sterling, som den indenlandske inflationstakt ellers forsat skabte begrundelse for. Man fik herved et voldsomt opadgående pres på sterling, der i løbet af de sidste 3 år er blevet revaluert med omkring 25 pct. i gennemsnit over for andre valutaer. Også andre lande med overskud på de løbende poster har i perioder haft problemer med at styre deres valuta; Tyskland og Schweiz oplevede således i 1977/78 en voldsom spekulativ kapitalindstrømning oven på de betydelige løbende betalingsbalanceoverskud, disse lande dengang havde.

Der er næppe nogen større grund for Norge til at nære frygt for lignende erfaringer, som disse tre lande gjorde tidligere i 1970'erne. På den ene side har man endnu mange kapitalrestriktioner på indgående bevægelser tilbage, og der savnes faciliteter på de norske penge- og kreditmarkeder, der kunne interessere internationale investorer. Det er næppe realistisk at forestille sig nogen hurtig udvikling i retning af et eurovalutamarked for norske kroner på denne baggrund. Erfaringen i andre lande, der har haft et ønske om at undgå en sådan internationalisering af deres valuta, tyder – bortset fra Schweiz – ikke på at det er så svært at undgå. Jeg kan bl.a. henvise til, at Østrig ikke har haft vanskeligheder af denne art, og selv et stort land som Frankrig har været i

stand til at undgå en internationalisering af sin valuta.

Der er et behov for aktive bestræbelser for at fremme kapitaleksport, således at et pres opad på den norske krone forhindres i at udvikle sig. Direktør Løddesøl opregnede en række muligheder, og jeg skal kort give min egen liste i den rækkefølge det forekommer rimeligt at overveje en liberalisering og direkte fremme af kapitaleksport. Som det *første* kunne man nævne, at fjernelse af resterende restriktioner på personlige kapitalbevægelser, navnlig i form af erhvervelse af fast ejendom i udlandet, var ønskelig. Her er de velfærdsmæssige argumenter for liberalisering vel klare, og konsekvenserne også mest overskuelige. For det *andet* kunne man fremme norske bedrifteres interesse i at investere i udlandet, men jeg forstår, at en sådan udvikling allerede er igang. For det *tredie* kunne norske finansielle institutioner deltage væsentligt mere aktivt i kapitaloverførsler til finansiering af de betydelige betalingsbalanceunderskud, der er spejlbilledet af bl.a. Norges overskud i den kommende tid. Det er måske særligt vigtigt at minde om i et land, som er på vej til at blive et overskudsland, at sådanne lande har et betydeligt ansvar for, at den internationale recyclingmekanisme fungerer nogenlunde hensigtsmæssigt og smidigt. Der kunne derfor blive tale om f.eks. finansiell deltagelse i opbygningen af Verdensbankens nye energiinstitution, om større bilaterale lån- og gavedydelser til enkelte udviklingslande og til mere aktiv deltagelse i långivning gennem konsortier. Norske banker er allerede godt med i selve arrangementerne omkring låneoptagelserne, men har hidtil kun helt undtagelsesvis selv ligget med værdipapirer udstedt af myndigheder i udviklingslandene og andre debitorlande. Kontrollmulighederne ved disse former for kapitaleksport er relativt enkle; der kunne fastsættes årlige rammer for sådanne køb af udenlandske værdipapirer. Den væsentligste hindring for en aktiv norsk deltagelse er utvivlsomt hensynet til bankernes egenkapital. Endelig kunne man som en *fjerde* mulighed overveje den mest vidtgående liberalisering, nemlig adgang til at oprette bankindsud og købe værdipapirer for norske virksomheder og husholdninger.

Alt i alt forekommer det en kombination af sådanne liberaliseringer at give ganske gode muligheder for at mildne de problemer, som kan opstå for den norske valuta, når overskuddet på den løbende betalingsbalance bliver virkelig synligt. Dette betyder imidlertid ikke efter min mening, at man skal fastholde en fulstændig stabil valutakurs; det forekommer sandsynligt, at der er betydelige velfærdsgvinster ved at tillade en langsomt glidende justering opad af den norske krone i de kommende år. En sådan politik vil umiddelbart give visse bytteforholdsforbedringer for Norge, men det vil først og fremmest give en mulighed for at nedpresse inflationstakten i Norge i forhold til omverdenen.

Norge er nu i en overgangsfase. Der er endnu et relativt højt efterspørgselspres, i alt fald sammenlignet med omverdenen, og jeg har hørt mange talere betegne finanspolitikken som fortsat ekspansiv. Det synes, som om man endnu hænger fast i 1970'ernes problemer, selv om disse fundamentalt er ved at ændre karakter. Navnlig har man haft så vanskeligt ved at holde kursniveauet for den norske krone i perioden under modkonjunkturpolitikken i 1974/77, at man har svært ved at erkende, at dette problem er forsvundet. Faren er ikke længere, at man ved en fast kurs skal blive trukket op på et uholdbart niveau gennem tilknytning til de stærkere valutaer, men snarere at man i for lang tid vil fastholde en fast kurs og derved importere mere inflation til Norge end nødvendigt. Det er åbenbart, at fordelingskampen i de fleste andre lande under stagnerende eller faldende realindkomst i hvert fald i begyndelsen af 1980'erne, typisk vil føre til høj, måske endda højere, inflation end den, vi har kendt i de seneste år. Fast kurs over for Norges handelspartnere i gennemsnit kan derfor meget vel føre til en uændret høj eller endda stigende inflation.

Finansminister Ulf Sand talte i sit åbningsforedrag om det udviklede indtægtspolitiske samarbejde, som har udviklet sig i Norge. Det har nok været godt i 1970'erne, men kravene til det vil ikke blive mindre i 1980'erne, hvor synsfeltet må udvides til at omfatte en afvejning af revalueringer af den norske krone over for hurtigere nominelle indkomststigninger i indlandet. Løsningen på denne afvejning er den afgørende faktor for, om norsk pengepolitik kan

udvikle sig i den retning, som de fleste indlæg på denne konference har skitseret. Man kan inflatere sig til en fortsat nogenlunde ligevægt på betalingsbalancens løbende poster, og så vil norsk pengepolitik fortsat være præget af 1970'ernes problemstilling. Den friere pengepolitik og rentedannelse, som allokeringsmæssigt forekom ønskeligt, vil næppe kunne sættes i værk uden en svækkelse af inflationstakten. Under et scenario, hvor ligevægten på betalingsbalancen skabes gennem fortsat høj inflation i Norge, vil man næppe turde tage risikoen for en virkelig dybtgående frigivelse af rentesatserne. Hvis det lykkes at nedbringe inflationstakten gennem en kombination af langsomme revalueringer, forsigtig finans- og pengepolitik og indtægtspolitisk samarbejde, er der åbnet mulighed for at gennemføre den ønskede liberalisering af pengepolitikken. I en sådan situation, hvor inflationstakten er vigende, vil man også kunne undgå de ulemper ved et frit obligationsmarked, som Peter Erling Nielsen nævnte, vi har oplevet i Danmark. Sammenkoblingen med et skattesystem baseret på et overvejende nominalistisk princip gør det fordelingsmæssigt svært at overveje overgangen til et frit obligationsmarked med svingende rente – medmindre der er udsigt til en virkelig nedbringelse af inflationstakten. Det har overrasket mig, hvor lidt inflationsproblemet egentligt er blevet nævnt under denne konference. Det er overraskende, fordi det, som jeg har argumenteret, må anses for afgørende for, hvorvidt det lykkes at gennemføre den ønskede omlægning af pengepolitikken.

STJØRDAL KOMMUNE

NÆRINGSKONSULENT

Nyopprettet stilling som næringskonsulent i Stjørdal kommune er ledig for snarlig tiltredelse.

Stillingen er engasjementstilling for 2 år med mulighet for fast ansettelse ved periodens utløp.

Næringskonsulenten skal bl.a. gi veiledning når det gjelder økonomi og administrasjon til industribedrifter, håndverksbedrifter, virksomheter innenfor bygg- og anlegg og servicesektorer, samt medvirke til en utvikling av det eksisterende næringsliv i kommunen og at forholdene blir lagt til rette for etablering av nye virksomheter.

Stillingen er underlagt administrativt rådmannen og faglig underlagt tiltaksnemnda, er dennes sekretær og tilrettelegger med selvstendig innstillingsmyndighet i de saker som legges fram for nemnda.

Stillingen ønskes besatt av person med god teoretisk bakgrunn og med erfaring og kompetanse innen planlegging/økonomi/markedsføring. Stillingen krever også at vedkommende har evner til samarbeid både med næringslivet og myndighetene.

Det vil bli utarbeidet instruks for stillingen.

Stillingen lønnes i lønnstrinn 23, f.t. kr. 120 206,- pr. år.
Kommunal pensjonsordning. Ansettelse skjer på de vilkår som forøvrig går fram av lover, reglement og gjeldende tariffavtale.

Nærmere opplysninger kan rettes til ordfører eller rådmann.

*Søknad med
bekreftede kopier av vitnemål og attester sendes
STJØRDAL FORMANNSKAP,
7501 Stjørdal,
innen 15. januar 1981.*

TANZANIA

Lecturers/Senior Lecturers - Institute of Development Management (IDM)

In 1971 Denmark, Finland and Norway signed an agreement with Tanzania on establishment and operation of the Institute of Development Management (IDM) in Tanzania. Since 1972 Nordic recruited personnel have been assigned to various posts at IDM.

IDM is an independent, autonomous body, conducting training programmes for administrative personnel to the Tanzanian Government, local authorities and organizations. The institute has a capacity of about 1.000 students and is situated at Mzumbe in Morogoro Region, 220 kms west of Dar es Salaam.

Based on a preliminary assessment of the need for expatriate staff in 1981, and subject to formal requests from Tanzania, applicants from Denmark, Finland, Iceland, Sweden and Norway are invited to apply for the following posts at IDM:

Lecturer/Senior Lecturer in:

- 1. Advanced Accounting (2 positions)**
- 2. Cost Accounting**
- 3. Statistics and Quantitative Methods (3 positions)**
- 4. Project Management**
- 5. International Economics.**

Main duties:

Lecturers and tutorials for students in the following:

- 3 years Diploma Programmes and/or
- 1 year Postgraduate Programme and/or
- Post Experience Programme consisting of seminars and short term courses.

Qualifications:

Master Degree from a recognised university/higher management institution or equivalent. In addition a minimum of 3 years relevant experience including teaching experience will be required.

For all posts fluency in spoken and written English is essential.

Commencement: During July, 1981.

Deadline: 7 January, 1981.

Inquiries to: (Ms) Rigmor Forfod, ext. 173.

For job descriptions, terms of appointment and application forms, please contact:

Direktoratet for utviklingshjelp
(NORAD), Personellkontoret,
Fridtjof Nansens vei 14,
P.O. Box 8142 Oslo-Dep., Oslo 1.
Telephone: (02) 46 18 00.



**Prioriterte
blad**