

PENGEPOLITIK I TEORI OG PRAKSIS

Af ERIK HOFFMEYER*

Igennem det sidste halvhundrede år har vurderingen af pengepolitikken svinget fra den ene yderlighed til den anden. I perioden op til 1930 betragtede man pengepolitikken som det væsentligste element i den økonomiske politik. I 1930'erne svandt tilliden til pengepolitikens effektivitet stærkt ind og nåede et nulpunkt i midten af 1940'erne. Derefter steg vurderingen igen, navnlig fra begyndelsen af 1950'erne, men dog således at man efterhånden sporer mere og mere usikkerhed over for den konkrete virkning af forskellige pengepolitiske indgreb.

Man sporer denne usikkerhed såvel i den række af værdifulde kommissionsundersøgelser, der er kommet frem – Patman-rapporten fra 1952 (USA) [17], Radcliffe-rapporten fra 1958 (England) [4], CMC-betænkningen fra 1961 (USA) [18], kreditmarkedsbetænkningen i Sverige fra 1960 [2] og den norske penge- og kreditpolitiske komité's indstilling fra 1964 [10] – som i de talrige artikler og bøger, der er skrevet om emnet i de senere år. Der er måske i sidstnævnte henseende særlig grund til at fremhæve den meget klare oversigt over de pengeteoretiske og pengepolitiske problemer af professor H. G. Johnson [11] og den fortræffelige oversigt over de pengepolitiske problemer af professor E. Lundberg [13].

I diskussionen er der ofte opstået et modsætningsforhold mellem økonomiske teoretikere og de pengepolitiske myndigheder, som især udspringer af det forhold, at en teoretiker lægger så stor vægt på kravet om logisk stringens, at der må foretages forenklinger, der fjerner problemstillingen fra virkeligheden, medens de pengepolitiske myndigheder, der skal træffe afgørelser, må lægge størst vægt på, at problemstillingen er formuleret på en relevant og derfor ofte uklar måde.

Det hænder ikke så sjældent, at teoretikere udsteder handbiller mod de pengepolitiske myndigheder, hvor den sikkerhed, der anvendes i ordvalget, står i kontrast til den usikkerhed, der må præge anvendeligheden af ræsonnementer, der bygger på urealistiske forudsætninger. Ligeledes kan man

* Nationalbankdirektør, dr. polit. – Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 21. oktober 1965.

PENGEPOLITIK I TEORI OG PRAKSIS

Af ERIK HOFFMEYER*

Igennem det sidste halvhundrede år har vurderingen af pengepolitikken svinget fra den ene yderlighed til den anden. I perioden op til 1930 betragtede man pengepolitikken som det væsentligste element i den økonomiske politik. I 1930'erne svandt tilliden til pengepolitikens effektivitet stærkt ind og nåede et nulpunkt i midten af 1940'erne. Derefter steg vurderingen igen, navnlig fra begyndelsen af 1950'erne, men dog således at man efterhånden sporer mere og mere usikkerhed over for den konkrete virkning af forskellige pengepolitiske indgreb.

Man sporer denne usikkerhed såvel i den række af værdifulde kommissionsundersøgelser, der er kommet frem – Patman-rapporten fra 1952 (USA) [17], Radcliffe-rapporten fra 1958 (England) [4], CMC-betænkningen fra 1961 (USA) [18], kreditmarkedsbetænkningen i Sverige fra 1960 [2] og den norske penge- og kreditpolitiske komité's indstilling fra 1964 [10] – som i de talrige artikler og bøger, der er skrevet om emnet i de senere år. Der er måske i sidstnævnte henseende særlig grund til at fremhæve den meget klare oversigt over de pengeteoretiske og pengepolitiske problemer af professor H. G. Johnson [11] og den fortræffelige oversigt over de pengepolitiske problemer af professor E. Lundberg [13].

I diskussionen er der ofte opstået et modsætningsforhold mellem økonomiske teoretikere og de pengepolitiske myndigheder, som især udspringer af det forhold, at en teoretiker lægger så stor vægt på kravet om logisk stringens, at der må foretages forenklinger, der fjerner problemstillingen fra virkeligheden, medens de pengepolitiske myndigheder, der skal træffe afgørelser, må lægge størst vægt på, at problemstillingen er formuleret på en relevant og derfor ofte uklar måde.

Det hænder ikke så sjældent, at teoretikere udsteder handbiller mod de pengepolitiske myndigheder, hvor den sikkerhed, der anvendes i ordvalget, står i kontrast til den usikkerhed, der må præge anvendeligheden af ræsonnementer, der bygger på urealistiske forudsætninger. Ligeledes kan man

* Nationalbankdirektør, dr. polit. – Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 21. oktober 1965.

nævne udtalelser fra pengepolitiske myndigheder, der er så uklare og florumvundne, at man kan have sine tvivl, om problemerne er tænkt ordentligt igennem, eller om man blot har bygget på konventionelle forestillinger.

Der bør udvikle sig en frugtbar vekselvirkning mellem disse to krav om dels en klar fremstilling af problemerne, dels en virkelighedsnær problemstilling. I det følgende skal jeg gøre et forsøg på at formulere forholdet mellem pengeteori og pengepolitik, således at der tages hensyn til både kravet om klarhed og om relevans, og på denne baggrund gøre rede for de væsentlige træk i den aktuelle pengepolitik.

Pengeteori og pengepolitik.

I pengeteorien søger man at skabe klarhed over samspillet mellem pengemængden og den realøkonomiske udvikling. Man stiller sig det spørgsmål, om en ændring i pengemængden i det lange løb vil få indflydelse på den samlede produktion og de relative priser herunder renten, eller om der alene vil ske en ændring i de absolutte priser. Det væsentlige vil her være, hvorledes samspillet er mellem pengemængden på den ene side og investeringerne og forbrugsefterspørgselen på den anden. Eller mere konkret udtrykt: Hvorledes reagerer investeringerne på en ændring i pengemængden, og hvorledes reagerer forbruget?

Man har i pengeteorien to udgangspunkter til at besvare dette spørgsmål. Det første, der kan kaldes det *kvantitetsteoretiske* udgangspunkt, bygger på, at man på langt sigt kan konstatere et nogenlunde konstant forhold mellem værdien af den samlede produktion og den samlede pengemængde, hvad enten man anvender en snæver definition på penge (sedler, mønt og anfordringstilgodehavender) eller en videre (omfattende tillige indskud på opsigelse m.v.). Her i landet er forholdet også ret konstant, idet det med anvendelse af den snævre definition er ca. 4,5. Hvorledes skal man forklare dette nogenlunde konstante forhold, der jo betyder, at prisudviklingen måske kan styres ved udviklingen i pengemængden?

I de teoretiske overvejelser stiller man som regel problemet op på den måde, at man vil undersøge, hvad der sandsynligvis vil ske, hvis alle i samfundet en morgen vågner op og opdager, at deres pengebeholdning er vokset med en bestemt procent. Her kølnes interessen for teorien omgående hos pengepolitikeren, for det er tilsyneladende både en tilfældig og urealistisk forudsætning, der kun har interesse i forbindelse med lotterigevinster.

Det er dog for tidligt at give op, for problemet får en noget større relevans i det øjeblik, man ændrer det en smule og i stedet spørger, om f.eks. et udefra kommende prisfald, der i realiteten forøger værdien af den enkeltes kassebeholdning, vil påvirke vedkommendes forbrug i den kommende periode. Det er langt værre, at der indføres andre forudsætninger vedrørende fuld forudseenhed, løn- og prisfleksibilitet og ingen pengeillusion.

Afgørende for denne teori er, om den enkelte forbruger reagerer på ændringer i den reelle værdi af sin kassebeholdning og evt. øvrige formue, således at dette har en mærkbar indvirkning på den samlede forbrugsefterspørgsel. Hvis dette er tilfældet, kommer der en virkning på opsparingen, på renten, på investeringerne og igen på den samlede efterspørgsel og dermed på prisudviklingen.

Det andet udgangspunkt, der kaldes det *likviditetsteoretiske*, lægger vægt på at undersøge, hvorledes den enkelte reagerer, hvis hans pengemængde ændres i kroner og øre – man ser altså bort fra udefra kommende prisændringer. Under denne forudsætning hævdes det, at den enkeltes forbrug ikke påvirkes direkte. Der er tale om en ændring i formuen, som kan give anledning til omplaceringer, f.eks. i retning af at købe flere eller sælge nogle obligationer eller reale værdier. Også her må der opstilles visse urealistiske forudsætninger, men det væsentlige er, at man når frem til, at disse omplaceringer påvirker renten og dermed lysten til at erhverve reale aktiver eller med andre ord investeringerne og dermed efterspørgselen og prisniveauet.

Da der er nær sammenhæng mellem samlet formue og indkomst, er det ikke svært at forestille sig, at disse to teorier kan smelte sammen til en generel teori, hvor pengemængde, rente, formue og indkomst indgår [24]. Samtidig bliver teorien imidlertid så generel, at den i nogen grad mister interesse, medmindre de enkelte størrelser kan måles og relationerne beskrives med stor nøjagtighed.

Udviklingen har herefter været, at man ved hjælp af de størrelser, der faktisk kan måles, har søgt at bestemme generelle efterspørgselsfunktioner efter penge, hvor samlet produktion og renten på mindre likvide aktiver indgår som forklaring på, at den eksisterende pengemængde er efterspurgt. Det er helt åbenbart, at man med sådanne bredt anlagte undersøgelser ikke får nogen god belysning af, hvorledes tilpasningsmekanismen fungerer. Man får ikke at vide, om den sker via omplaceringer i formuesfæren og investeringerne eller via forbrugsfunktionen. De funktioner, man får frem, kan tolkes i begge retninger.

Fra en pengepolitisk synspunkt er det imidlertid mere alvorligt, at der på kort sigt er betydelige afvigelser – at funktionen altså ikke er stabil på kort sigt. Dette fremgår for danske erfaringers vedkommende af tillægget til nærværende artikel.

Det forekommer derfor både fra et teoretisk og et pengepolitisk synspunkt mere frugtbart at koncentrere sig om en detaljeret gennemgang af tilpasningsprocessen, når der sker ændringer i pengepolitikken. Herved følger man også så skelsættende teoretikere som Wicksell og Keynes. I denne forbindelse kommer man næppe uden om at genoplive sondringen mellem aktive og passive kassebeholdninger, der blev indført i en speciel formulering af Keynes. Hovedproblemet for pengepolitikken er nemlig, om man med nogenlunde

sikkerhed kan vurdere, hvor hurtig og hvor stærk virkningen af en pengepolitisk disposition bliver.

I en given situation har virksomheder og forbrugere lagt planer om, hvordan de vil disponere i den kommende periode, og ved en pengepolitisk disposition søger man at ændre disse planer – i særdeleshed virksomhedernes investeringsplaner. Dette søges opnået dels ved at ændre de vilkår, på hvilke der konkret kan lånes, dels ved at ændre på forventningerne om, hvor let eller svært det vil være at låne i den kommende tid. Det er vel dette, der med et uklart udtryk kaldes »state of liquidity« i Radcliffe-rapporten.

De planer, der er udformet, kan enten indebære, at den samlede efterspørgsel bliver for lille til at sikre fuld beskæftigelse eller for stor til den foreliggende mængde af ressourcer.

Lad os først tænke os, at det er en ekspansionspolitik, man søger at sætte i gang. Her kan man støde på flere barrierer, inden man når frem til de realøkonomisk vigtige funktioner, investeringerne og forbrugsefterspørgselen. Det er velkendt fra Keynes, at forventninger om, at renten er unormalt lav, f.eks. som følge af en obligationskøbspolitik, kan føre til opsamling af passive kasser, vel at mærke under forudsætning af, både at forventningerne er præcise, og at der er mange, der spekulerer.

Tendensen går vel for øjeblikket i retning af, at der ikke tillægges denne spekulationsindstilling nogen større rolle, fordi langtidsforventningerne hos de fleste er meget uklare. Derimod er det en almindelig erfaring, at et fald i renten og bedre lånemuligheder ikke er i stand til at fremkalde en hurtig ændring i investeringsplanerne, således at en likviditetsforøgelse blot aflejrer sig som passiv kasse i bankerne eller andre steder i pengesystemet. Bankerne vil selvsagt søge at anbringe midlerne på kort sigt enten i indenlandske papirer eller i udlandet for i givet fald senere at kunne tilfredsstille et øget lånebehov.

Fra et pengepolitisk synspunkt er det i denne forbindelse af helt underordnet betydning, om der engang ad åre fremkommer en investeringsforøgelse. Det afgørende er, om man inden for en passende kort tid med rimelig sikkerhed (konstant time-lag) kan fremkalde en ekspansion, eller om pengesystemet indtil videre lader en likviditetsforøgelse tage form af passiv kasse. Det er naturligvis en helt anden situation, hvis man ved andre midler sikrer opretholdelsen af fuld beskæftigelse og indretter pengepolitikken derefter.

Lad os dernæst tænke os den modsatte situation, der er bedre kendt fra de senere år, nemlig at man ved pengepolitiske indgreb søger at ændre investerings- og eventuelt forbrugsplanerne i nedadgående retning for at lette efterspørgselspresset. Under sådanne forhold vil man altså dels skærpe vilkårene for lån, dels påvirke virksomhedernes forventninger om, hvor svært det vil blive eventuelt at opnå lån i fremtiden, hvis det skulle vise sig nødvendigt.

Her støder man på pengesystemets elasticitet i modsat retning. For det første kan en renteforhøjelse – især under prisstigningsforventninger – vise sig at have meget ringe virkning, og en likviditetsstramning i bankerne kan imødegås ved øget låntagning i centralbanken eller i udlandet. Det er f.eks. helt klart, at de danske banker har ændret deres likviditetspolitik i denne retning gennem de sidste femten år. I begyndelsen af perioden hævdede bankerne, at de under ingen omstændigheder ville låne i Nationalbanken, jfr. professor Jørgen Pedersen og Carl Erik Sørensens undersøgelse fra 1950 [20]. Nu ser billedet unægtelig noget anderledes ud.

En anden måde, på hvilken pengesystemets elasticitet kan udnyttes, er at aktivere de øvrige passive kasser, d.v.s. bortset fra bankernes. Det kan ske på den måde, at f.eks. kapitalmarkedets institutioner, der ligger med obligationer, sælger nogle af disse til private (passive kasser aktiveres) og anvender provenuet til at forøge direkte långivning.

Der har været ført en lang diskussion om dette problem, idet det har været hævdet, at institutioner ikke vil realisere obligationer til lave kurser, da man i så fald måske skal konstatere et regnskabsmæssigt tab (locking-in effekten), [21] og [4]. Hvis rentegevinsten er større end den forventede kursgevinst ved at beholde obligationen (kursen næste år i forhold til nugældende kurs), må fristelsen til at sælge dog være stor – her kommer spekulationsmotivet ind igen blot set fra sælgerside. Desuden frigøres der midler ved den løbende indfrielse af obligationer, og endelig er der den mulighed, at låntager kan opnå lånet direkte i det private marked, som f.eks. gennem det danske realkreditsystem.

Aktivering af passive kasser kan også ske ved ændring af forretningsmæssige mellemværender derved, at der trækkes mere på leverandørkreditter, bl.a. hos virksomheder, der har en god likviditet (passiv kasse). Jo mere velstående samfundet er, desto større er de passive kasser, som danner sekundær reserve, og jo mere kreditmarkedet er en enhed, desto lettere er det at aktivere de passive kasser. Det er iøvrigt klart, at definitionen af om et beløb er aktiv eller passiv kasse afhænger af periodevalget.

Kreditmarkedets enhed (homogenitet) diskuteres ofte i forbindelse med kreditrationering, jfr. senere. Her er det tilstrækkeligt at nævne, at der nok er ret væsentlige hindringer ved overgang mellem de tre hovedgrupper: selvfinansiering, det uorganiserede kreditmarked og det organiserede (pengeinstitutterne).

Man vil af disse bemærkninger se, at pengesystemets elasticitet, både når man vil udvide aktiviteten, og når man vil bremse, er en væsentlig hindring for med tilstrækkelig sikkerhed at kunne vurdere virkningerne af pengepolitiske dispositioner. Der er så mange muligheder for at neutralisere virkningen – i hvert fald i nogen tid – at man kan risikere ikke at få den tilsigtede ændring af investeringsplanerne og eventuelt forbrugsplanerne.

Da rent teoretiske overvejelser eller erfaringsmæssige undersøgelser ikke giver tilstrækkelig præcise retningslinier for pengepolitikken, må man nøjes med sin vurdering, der bygger på den foreliggende statistik og den viden, der i øvrigt kan opnås fra de forskellige områder i økonomien. Dette er klart en upræcis fremgangsmåde, fordi de pengepolitiske dispositioner foretages bl.a. på basis af indtryk, der i praksis ikke kan udtrykkes i en statistisk form.

En anden udvej ville være at følge visse amerikanske økonomers forslag om at fore en helt mekanisk pengepolitik, således at man f.eks. forøgede likviditeten med 3 eller 4 pct. pr. år og i øvrigt ikke foretog sig noget. Et sådant mistillidsvotum til det menneskelige intellekt kan dog næppe accepteres.

Konklusionerne af denne fremstilling bliver herefter, at det både fra et pengeteoretisk og pengepolitisk synspunkt vil være værdifuldt at foretage detaljerede analyser af tilpasningsprocessen efter pengepolitiske dispositioner snarere end at foretage brede undersøgelser, der strækker sig over en lang årrække.

Ved de detaljerede undersøgelser er pengesystemets elasticitet den centrale faktor, og dette kan bedst belyses ved at undersøge samspillet mellem pengepolitiske dispositioner og ændringer i de passive kasser. Teoretisk set kan man sige, at det blot er afvigelser fra de beregnede langtidsværdier; men man får mere at vide om tilpasningsmekanismen, når man tager hver delperiode som en selvstændig undersøgelse. Herved skulle man kunne få en mere præcis opfattelse af investeringsfunktionen, som der unægtelig for øjeblikket hersker stor uklarhed om.

Tendensen i denne fremstilling er, at styrken i de planer, man søger at påvirke ved pengepolitiske dispositioner, er så forskellige (selv ved samme beskæftigelsesgrad), at det er uhyre svært at udtale sig generelt om virkningen og i særdeleshed om den tid, der går, inden en vis del af virkningen viser sig. Hertil kommer, at strukturændringer i pengesystemet kan ændre dettes elasticitet (f.eks. bankernes villighed til at låne i Nationalbanken, oprettelse af nye institutioner etc.).

Aktuelle pengepolitiske problemer.

Konsekvensen af de ovenfor anførte synspunkter er ikke en altoverskygende skepsis, men derimod at man skal være yderst varsom med at fæste lid til folk, der udtaler sig med stor sikkerhed om virkningen af pengepolitiske dispositioner. Selv om man således ikke kan udtale sig med sikkerhed om virkningernes tempo og styrke, kan man udmærket søge at give en præcis fremstilling af, hvad der er hensigten med de dispositioner, der er gennemført.

Den pengepolitiske udvikling i de vestlige lande har i de senere år været præget af, at man dels har søgt at skille de indre og ydre (internationale)

virksomheder af pengepolitiske dispositioner, dels i stigende grad har anvendt kvantitativ kontrol (kreditrationering) til supplerende af de traditionelle midler. Dette sidste gælder selv så liberalistisk indstillede lande som Svejs, hvor der bl.a. er indført obligationsrationering også for indenlandske lån, og USA. Udviklingen her i landet har fulgt denne tendens ved de aftaler, der er blevet truffet i foråret mellem Nationalbanken og institutionerne på kredit- og kapitalmarkedet.

Denne tendens skyldes sikkert, at man har haft det indtryk, at den meget kraftige højkonjunktur kun kunne holdes inden for de ønskede rammer ved at påvirke forventningerne om at kunne opnå kredit mere end kreditvilkårene (rente, løbetid m.v.). Helt præcist kan det formuleres på den måde, at man har vurderet det således, at prissystemet (renteændringer) ikke slår til, i særdeleshed når der hersker udprægede prisstigningsforventninger. Man vil få perioder med eksorbitant høj rente og derefter perioder med stærk afsvækkelse af investeringerne, når inflationsforventningerne midlertidigt standser, uden at man hurtigt kan få renten ned. Der hersker dog stor uenighed om dette problem.

I nyere pengeteoretisk diskussion har man ofte anvendt »cost« og »availability« som sidestillede begreber til at karakterisere kreditvilkårene. Det første angiver renten m.v. og det andet vanskeligheden ved at få lån på et af delmarkederne i det samlede kredit- og kapitalmarked.

De to udtryk kan faktisk ikke defineres uafhængigt af hinanden, ja, der kan næppe gives en tilfredsstillende definition af availability. Alligevel vil de fleste, der har haft med praktiske problemer at gøre, anerkende, at ledere af pengeinstitutter i kreditstrammingsperioder siger nej til en række lånsøgere, som man ville have sagt ja til, hvis likviditeten tillod det. Ligeledes vil man sige, at der er tendens til at lade renten stige i perioder, hvor der er mange ansøgere, som man ikke kan tilfredsstille. Situationen er analog med udtrykket »administrerede priser« i pristeorien.

Hvis kreditmarkedet er meget homogent – d.v.s. at det er let at bevæge sig fra den ene del til den anden – mister availability noget i betydning, fordi der altid er områder, hvor renten er fri, og så er det til syvende og sidst dér, prisen sættes, og det bliver den pris, der i sidste instans skærer den efterspørgsel fra, der ikke kan betale. Når man fastholder availability, er det altså, fordi der ikke antages at være fuldstændig fri overgang fra en del af markedet til en anden. Den enkelte virksomhed sætter visse grænser for, hvilke dele af markedet den vil opsøge.

Under forhandlingerne med bankerne forud for aftalen af 24. februar i år gennemgik man de foreliggende muligheder for en begrænsning af kreditvidelsen. Begge parter var enige om nødvendigheden heraf. Man kunne anvende de traditionelle metoder og gennemføre en væsentlig forhøjelse af den rente, bankerne skulle betale for lån i Nationalbanken, og samtidig lade

likviditetsstramningen slå igennem. Eller man kunne indgå en aftale om at samarbejde om en passende udlånsstigning, hvor bankerne påtog sig variable deponeringsforpligtelser, og Nationalbanken påtog sig at sørge for en passende likviditet i bankerne. Samtidig tog man definitiv afstand fra detaljeret indblanding i bankernes lånepolitik (selektiv kreditpolitik).

Jeg synes, det er en klar og regulær aftale, der definerer et fornuftigt samarbejde mellem Nationalbanken og bankerne og sparekasserne. Hvis en bank eller sparekasse skulle ærgre sig over at have noget stående på deponeringskonto i Nationalbanken, må den huske på, at der slet ikke havde været noget beløb, hvis der ikke var blevet nogen aftale, og at dette beløb skal frigives helt eller delvis, når vi kan lempe kreditpolitikken.

Aftalerne med de obligationsudstedende institutter er også udtryk for, at man i den foreliggende situation lagde mere vægt på en midlertidig kvantitativ regulering end på at lade prismekanismen virke i form af et meget højere renteniveau end det, vi har nu.

Der kan være grund til at understrege, at Nationalbanken udtrykkelig lod det blive et politisk spørgsmål, om regering og folketing ville vælge at lade renten stige væsentligt eller lade gennemføre en kvantitativ regulering af långivningen gennem de obligationsudstedende institutioner.

Når vor vurdering gik ud på, at reguleringen var at foretrække, skyldtes det i særdeleshed tre grunde. For det første var prisstigningsforventningerne så store, at renten formentlig ville blive meget høj, før markedet kom i ligevægt, og det kunne bevirke, dels at tilliden til obligationer tog varig skade – halvdelen af obligationssalget sker til andre end institutionerne på penge- og kapitalmarkedet – dels at investeringerne i efteråret ville gå alt for kraftigt ned. For det andet ville en regulering gøre det vanskeligere at aktivere de passive kasser (tidligere kunne det gøres ved, at virksomheder, der fik afslag på anmodning om banklån, kunne optage obligationslån i kreditforeningerne), og for det tredje ville det påvirke forventningerne om at kunne optage tillægslån for den enkelte virksomhed.

Iøvrigt er den megen tale om en voldsom kreditstramning ganske overdreven. Vi har netop aftalt en passende kreditudvidelse, således at man så at sige kan foretage en blød landing på et punkt i økonomien, hvor der er en tilfredsstillende ligevægt.

Der er mange, der mener, at kredittbremsen, som man hellere skulle kalde den, er helt nødvendig – bortset fra deres eget specielle problem. Når vi så har undersøgt de specielle problemer, har det vist sig, at der ikke er opstået urimelige konsekvenser af stramningen.

Det indvendes ofte i diskussionen om pengepolitikken, at en stramning, der især tager form af kredittationering, er uhensigtsmæssig, fordi den rammer i flæng og især på de forkerte steder. Det var ønskeligt, at man var mere varsom med sådanne udtalelser. Det måtte f.eks. klargøres, om der

findes indgreb, der ikke rammer i flæng. Hvad vil det overhovedet sige, at indgreb rammer ensartet over en bred front? Det siges f.eks. ofte, at en stramning især rammer mindre og nye virksomheder; men undersøgelser har vist, at disse i sådanne tilfælde i stedet for banklån udnytter leverandørkreditter. Hvis man i stedet anvendte variable afskrivningsregler, ville man snarere ramme de mindre, nye virksomheder, der netop ved udnyttelse af disse regler kan finansiere en hastig vækst. Det kan lige såvel siges at den høje rente rammer i flæng. Man har i hvert fald fundet virkningerne på specielle områder uacceptable, f.eks. værfterne, landbruget og etagebyggeriet.

Alt i alt har den bremse på kreditudvidelsen, der nu er indført, sikkert bidraget til at skære toppen af efterspørgselspresset over en bred front, uden at der er sket større ulemper for den økonomiske udvikling. I særdeleshed ønsker jeg at slå fast, at det ikke er hensigten med reglerne for obligationsudstedelsen at fremkalde et brud på byggerytmen, og man kan derfor med tilfredshed konstatere at bankerne efter det indtryk, vi har fået, vil administrere byggelånsgivning på en sådan måde, at kravene til forhåndstilsagn ikke vil være ubetingede. Dette gælder i særdeleshed, indtil vi kan foretage en justering af beregningsgrundlaget for obligationsudstedelsen.

De problemer, vi står overfor i den kommende tid, er navnlig følgende: Nationalbankens store obligationskøb, rentespændingen og vægtfordelingen mellem finans- og pengepolitikken.

Nationalbankens store *obligationskøb* i de forløbne måneder kan se paradoksale ud på baggrund af, at vi i maj motiverede forslaget om en begrænsning af obligationsudstedelsen med, at Nationalbankens obligationskøb i maj var uforsvarligt store.

Situationen er imidlertid en anden nu, hvor vi har fået aftalen om begrænsninger i den fremtidige obligationsudstedelse. Vi har med nogenlunde sindsro kunnet aftage det ekstraordinære udbud, der er kommet frem bl.a. som følge af aftalen, dels fordi vi ved, at det er et midlertidigt udbud, dels fordi andre faktorer har bevirket, at bankernes likviditet alt i alt stadig er så stram, at der ikke er risiko for en stærk kreditudvidelse. Det har tværtimod været således, at stigningstakten i kreditudvidelsen på en næsten perfekt måde har fulgt den linie, vi fastlagde i foråret.

Jeg kan derfor berolige nervøse obligationskøbere med, at det ikke er vor hensigt at realisere disse obligationer igen, så længe vi har det udmærkede samarbejde med pengeinstitutterne. Dog er det klart, at vi kan komme ud for at skulle sælge obligationer, hvis likviditeten af andre grunde skulle stige væsentligt, således at bankernes kassebeholdning bliver for stor; men det er der jo ikke udsigt til i de kommende måneder.

Der har været talt en del om *spændingen mellem bankers og sparekassers*

indlånsrente og obligationsrenten og dermed om forholdet mellem diskontoen og obligationsrenten.

Man nærer i denne forbindelse frygt for, at indskydere i banker og sparekasser skal hæve deres penge og anbringe dem i obligationer. Dette vil dog næppe ske i større udstrækning, hvilket i øvrigt kan finde støtte i en nyere amerikansk undersøgelse [6], der viser, at der ikke er større udsving mellem de forskellige anbringelsesformer, selv om renterne varierer. Indskud på opsigelse og langfristede obligationer er jo i mange henseender helt forskellige »varer«. Under alle omstændigheder lider systemet ikke noget likviditetstab ved sådanne omplaceringer – pengene går i første omgang til andre banker og sparekasser. Desuden må man være klar over, at der skulle en meget betragtelig renteforhøjelse til at komme op i nærheden af obligationsrenten, og selv dette ville jo ikke være tilstrækkeligt. Ved obligationskøb sikrer man sig den høje rente i en lang årrække; men det kan ikke garanteres ved indskud i banker og sparekasser.

Vi er hidtil meget tilbage for at foretage en diskontoforhøjelse, der ville indsnævre rentespændingen. Vi har lagt mest vægt på aftalerne med pengeinstitutterne og mener ikke, at en renteforhøjelse inden for traditionelle grænser ville bidrage noget væsentligt i den foreliggende situation. Snarere ville der være risiko for, at eksporten kunne komme i vanskeligheder, ligesom tilskyndelsen til at låne i udlandet kunne blive uforholdsmæssig stærk. I modsat retning taler hensynet til indskyderne, som imidlertid ved de forskellige skattebegunstigede opsparingsformer kan opnå betydelige fordele. Der er tale om et afvejningsproblem, som selvfølgelig kan diskuteres, og som naturligvis stadig er genstand for overvejelser.

Dette leder naturligt ind på spørgsmålet om at anvende større rentevariationer i pengepolitikken. Sagen er jo den, at der ikke er ret mange, der virkelig betaler den rente, der noteres. Erhvervsdrivende og parcelhusejere kan trække størstedelen fra i skat, og lejere i etageejendomme får kompensation. Det er kun på de områder, hvor overskuddet er meget lille, at renten har en væsentlig virkning; men for alle gælder, at prisstigningerne ligeledes letter den reelle renteburde.

Konsekvensen af dette skulle være, at man så lidt mindre doktrinært på renten – og navnlig erkendte, at det ikke er de rige, der lukrerer på en høj rente. Tværtimod er der mange velhavende, der ejer realkapital, og som gennem belåning af denne har fordel af en lav rente.

Det er muligt, at udviklingen kommer til at gå i retning af større rentændringer – allerede de overrentebestemmelser, der gælder i en række lande og også her i landet for bankers låntagning i centralbanken, er udtryk herfor. Disse rentesatser ligger ofte mellem 10 og 15 pct.

Jeg skal dog villigt tilstå, at jeg hellere så en afsvækkelse af inflations-

forventningerne og en nedgang i renten end en stadig stigning i renten. Den høje rente er nemlig kun mulig i en prisstigningsperiode, og vi kan ikke acceptere, at de stadige, store prisstigninger er nødvendige for at sikre fortsat fuld beskæftigelse og økonomisk fremgang.

Dette fører over til det sidste spørgsmål: *Vægtforholdet mellem finans- og pengepolitikken*. Allerede i august kunne vi mærke, at der var tegn på, at efterspørgselspresset var ved at tage noget af. Netop i en sådan situation stilles man i den økonomiske politik i en meget vanskelig situation. Vi har ikke metoder, der med rimelig sikkerhed kan fortælle os, hvorledes udviklingen vil forme sig i de kommende måneder – for slet ikke at tale om, hvad der vil ske om et år eller længere ud i fremtiden.

Vi ved, at der kan spores en ganske svag stigning i ledigheden – foreløbig er det en enkelt promille – men det kan ikke afgøres, om der er tale om en tendens eller et forbigående fænomen.

Arbejdsløshedsprocenten har i de senere år svinget mellem 1 og $2\frac{1}{2}$ i de otte måneder fra april til november – i disse overvejelser bør man næppe tage vintermånederne med, hvor vejret spiller så stor rolle for ledigheden.

Erfaringerne synes at indebære, at vi ikke kan styre den økonomiske udvikling, når ledigheden når ned på $1\frac{1}{2}$ pct., men samtidig, at der er fare på færde, når vi i denne periode kommer op på $2\frac{1}{2}$. Spørgsmålet om undergrænsen gælder naturligvis kun under forudsætning af, at vi ikke får et ganske anderledes hold på indkomspolitikken, end vi har haft hidtil. For øjeblikket er vi i underkanten af dette interval, der i realiteten betyder, at der ikke er nogen ledighed. Det er altså for tidligt at lempe; men det er ikke for tidligt at tilrettelægge, hvorledes man skal lempe, hvis situationen gør det muligt.

Da det var pengepolitikken, der blev strammet i foråret, medens finanspolitikken i virkeligheden blev lempet, er der et argument for, at vi nu får lov til at lempe pengepolitikken først. Her vil det være af meget stor betydning, hvis det allerede nu kan gøres klart, at der vil blive skaffet dækning for udgiftsstigningerne for næste finansår, således at vi ikke får en ny stærk ekspansion fra statsfinanserne.

Hvis dette medfører, at indeværende års finansoverskud bliver en smule større, vil det kun betyde, at vi kan lempe pengepolitikken så meget mere. I denne forbindelse må jeg sige ganske klart, at efter min opfattelse vil det under en højkonjunktur som den nuværende være meget let at opveje en svag finanspolitisk stramning med en pengepolitisk lempelse.

Ingen kan vide, hvad der sker om et halvt år, og hvis der viser sig alvorligere tendenser til en afmatning, må man lempe både med finanspolitikken og pengepolitikken under forudsætning af, at betalingsbalancen tillader det: men i den nuværende situation må det være rigtigt at tilrettelægge den øko-

nomiske politik således, at der skabes tillid til, at den finanspolitiske linie fastholdes, hvorved der skabes forudsætninger for en lempelse af pengepolitikken.

Konklusionerne af disse betragtninger over pengepolitikken er, at der stadig er usikkerhed om virkningerne af pengepolitiske dispositioner. Der foregår i en lang række lande forsøg med delvis nye midler i pengepolitikken, og det materiale, der indsamles og studeres, kan danne grundlag for en bedre indsigt i tilpasningsprocessen og dermed skabe forudsætninger for at føre en bedre pengepolitik. Dette arbejde deltager vi også i, og det er særlig værdifuldt, når der, som her i landet, kan opnås et frugtbart samarbejde mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

Indtil videre må det dog være rigtigt at vurdere treklagen i den økonomiske politik således: Man kan med forholdsvis stor sikkerhed vurdere virkningen af finanspolitiske indgreb; til gengæld er det erfaringsmæssigt særdeles tungt at ændre finanspolitikken – især når der skal strammes. Pengepolitikken er langt lettere at ændre på; til gengæld er det vanskeligere at vurdere dens virkninger. Indkomstpolitikken – det sidste skud på stammen – er overordentlig vanskelig at gennemføre, og det er tillige vanskeligt at vurdere virkningerne af den. Man kan således ikke beskyldes mig for at tegne et overoptimistisk billede af mulighederne for at etablere en tilfredsstillende økonomisk politik, der tilgodeser hensynet til både beskæftigelse, vækst, prisstabilitet og betalingsbalance, men det betyder naturligvis, at man må gøre sig endnu mere umage for at nå et resultat.

Appendix

EFTERSPØRGSEL EFTER PENGE¹

I diskussionen om pengeteoretiske og pengepolitiske problemer er det nødvendigt først at gøre sig helt klart, om man forudsætter, at mængden af penge – pengeudbuddet – fastsættes af myndighederne, eller om der er en udbudsfunktion, der bestemmes af forskellige faktorer (bankernes ønske om at tilgodese kundernes låneønsker, bankernes placeringspolitik, der delvis kan bestemmes af relative rentesatser, oprettelse af nye pengeinstitutter med lavere kassebasis etc.).

Dette spørgsmål må man tage stilling til, før man formulerer en undersøgelse af pengeefterspørgselsfunktionen.

Hvis man regner med en hurtigt virkende og stabil kreditmultiplikator, er forholdet mellem bankernes kasse og den samlede pengemængde (publikums likvide fordringer) konstant, og man kan vælge den af disse to variable, der passer en

1. Tillægget er udarbejdet sammen med sekretær, cand. polit. J. H. Kjær og med bistand af lektor, cand. polit. N. Thygesen.

lignende undersøgelser som de her omtalte, men for at præcisere, hvilke betingelser der må være opfyldt, før man kan forvente, at resultaterne får direkte indflydelse på pengepolitikken.

LITTERATURLISTE

- [1] Svend Andersen, »Nogle rentebetragtninger«, foredrag i *Samråd mellem nordiske realkreditinstitutioner*, 1964.
- [2] *Banklikviditet och kreditprioritering*, SOU, Stockholm 1960.
- [3] W. J. Baumol, »Stocks, Flows and Monetary Theory,« *Quarterly Journal of Economics*, LXXVI, February 1962.
- [4] Committee on the Working of the Monetary System, *Report*, London 1959.
- [5] R. L. Crouch, »The Inadequacy of »New-Orthodox« Methods of Monetary Control,« *Economic Journal*, LXXIV, December 1964.
- [6] E. L. Feige, *The Demand for Liquid Assets: A Temporal Cross-Section Analysis*, New Jersey 1964.
- [7] M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago 1956.
- [8] M. Friedman, *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, NBER, Occasional Paper 68, New York 1959.
- [9] J. H. Gelting, »Rente, obligationsudbud og likviditet,« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 103. bd., 1965.
- [10] *Innstilling fra den penge- og kreditpolitiske komité*, Bergen 1964.
- [11] H. G. Johnson, »Monetary Theory and Policy,« *American Economic Review*, LII, June 1962.
- [12] J. H. Kareken, »Lenders' Preferences, Credit Rationing and the Effectiveness of Monetary Policy,« *Review of Economics and Statistics*, XXXIX, August 1957.
- [13] E. Lundberg, *Penningpolitikens brister och möjligheter*, Stockholm 1963.
- [14] A. H. Meltzer, »The Demand for Money: The Evidence from the Time Series,« *Journal of Political Economy*, LXXI, June 1963.
- [15] D. Meiselman, *The Term Structure of Interest Rates*, New Jersey 1962.
- [16] F. Modigliani, »The Monetary Mechanism and its Interaction with Real Phenomena,« *Review of Economics and Statistics*, XLV, Supplement, February 1963.
- [17] *Monetary Policy and the Management of the Public Debt*, GPO, Washington 1952.
- [18] *Money and Credit*, Report of the Commission on Money and Credit, New Jersey 1961.
- [19] D. Patinkin, *Money, Interest, and Prices*, Evanston 1956.
- [20] J. Pedersen og C. E. Sørensen, »Hvorledes reagerer bankerne,« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 88. bd., 1950.
- [21] R. V. Roosa, »Interest Rates and the Central Bank,« i *Money, Trade and Economic Growth*, New York 1951.
- [22] N. Thygesen, »Amerikanske økonomers analyse af USA's pengepolitik,« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 100. bd., 1962.
- [23] N. Thygesen, »Variable kassekvoter som pengepolitisk instrument,« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 102. bd., 1964.
- [24] J. Tobin, »Money, Capital, and Other Stores of Value,« *American Economic Review*, Papers and Proceedings, LI, May 1961.

nomiske politik således, at der skabes tillid til, at den finanspolitiske linie fastholdes, hvorved der skabes forudsætninger for en lempelse af pengepolitikken.

Konklusionerne af disse betragtninger over pengepolitikken er, at der stadig er usikkerhed om virkningerne af pengepolitiske dispositioner. Der foregår i en lang række lande forsøg med delvis nye midler i pengepolitikken, og det materiale, der indsamles og studeres, kan danne grundlag for en bedre indsigt i tilpasningsprocessen og dermed skabe forudsætninger for at føre en bedre pengepolitik. Dette arbejde deltager vi også i, og det er særlig værdifuldt, når der, som her i landet, kan opnås et frugtbart samarbejde mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

Indtil videre må det dog være rigtigt at vurdere treklagen i den økonomiske politik således: Man kan med forholdsvis stor sikkerhed vurdere virkningen af finanspolitiske indgreb; til gengæld er det erfaringsmæssigt særdeles tungt at ændre finanspolitikken – især når der skal strammes. Pengepolitikken er langt lettere at ændre på; til gengæld er det vanskeligere at vurdere dens virkninger. Indkomstpolitikken – det sidste skud på stammen – er overordentlig vanskelig at gennemføre, og det er tillige vanskeligt at vurdere virkningerne af den. Man kan således ikke beskyldes mig for at tegne et overoptimistisk billede af mulighederne for at etablere en tilfredsstillende økonomisk politik, der tilgodeser hensynet til både beskæftigelse, vækst, prisstabilitet og betalingsbalance, men det betyder naturligvis, at man må gøre sig endnu mere umage for at nå et resultat.

Appendix

EFTERSPØRGSEL EFTER PENGE¹

I diskussionen om pengeteoretiske og pengepolitiske problemer er det nødvendigt først at gøre sig helt klart, om man forudsætter, at mængden af penge – pengeudbuddet – fastsættes af myndighederne, eller om der er en udbudsfunktion, der bestemmes af forskellige faktorer (bankernes ønske om at tilgodese kundernes låneønsker, bankernes placeringspolitik, der delvis kan bestemmes af relative rentesatser, oprettelse af nye pengeinstitutter med lavere kassebasis etc.).

Dette spørgsmål må man tage stilling til, før man formulerer en undersøgelse af pengeefterspørgselsfunktionen.

Hvis man regner med en hurtigt virkende og stabil kreditmultiplikator, er forholdet mellem bankernes kasse og den samlede pengemængde (publikums likvide fordringer) konstant, og man kan vælge den af disse to variable, der passer en

1. Tillægget er udarbejdet sammen med sekretær, cand. polit. J. H. Kjær og med bistand af lektor, cand. polit. N. Thygesen.

bedst, når sammenhængen mellem likviditet, rente etc. skal analyseres. Hvis kreditmultiplikatoren ikke er stabil, kan man åbenbart ikke vælge frit¹.

I diskussionsindlægget »Rente, obligationsudbud og likviditet« [9], p. 161, anvender Gelting alene bankernes nettolikviditet. Ved en multipel regressionsanalyse på basis af en ganske kort årrække konstateres en nær sammenhæng mellem bankernes nettolikviditet og den lange rente, hvorimod kursværdien af netto-udbuddet af obligationer som procent af den årlige opsparing ikke bidrager noget af betydning til forklaringen.

Hvis der ikke forudsættes en stabil og hurtig kreditmultiplikator, må man antage, enten at bankernes nettolikviditet på en ikke forklaret måde varierer sammen med publikums ønsker om formuesammensætningen (realkapital og fordringer af forskellig likviditetsgrad), eller at bankernes spekulative obligationskøb eller -salg over den afgørende indflydelse på obligationsmarkedet. Begge antagelser forekommer lidet sandsynlige.

Hvis der forudsættes konstant og hurtig kreditmultiplikator, er det logisk holdbart, at formuestigning ved konstant banklikviditet må medføre stigning i renten på lange fordringer. Kreditmultiplikatoren har imidlertid ikke været konstant i det her omhandlede tidsrum.

I stedet for disse overvejende likviditetsteoretiske ræsonnementer skal i det følgende forsøges en mere generel analyse af rentedannelsen med udgangspunkt i publikums pengeefterspørgsel.

Den enkleste form indeholder rente, likviditet og samlet omsætning som variable. Forskellige forsøg² har vist, at følgende form giver det bedste resultat

$$R = a + b \cdot \frac{PM}{BNP}$$

hvor R er den gennemsnitlige rente af lange 4,5 pct. kreditforeningsobligationer og PM »borgernes pengemængde«, nemlig disses sedler, giro samt anfordrings- og opsigelsesindskud i banker og sparekasser ultimo året. I denne model fås følgende værdier af a og b og middelfejlen på disse:

$$(1) \quad R = 10,35 - 8,552 \frac{PM}{BNP}$$

(1,096) (0,932)

$$r^2 = 0,771$$

hvilket giver en korrelationskoefficient på 0,88. Denne ret summariske model anvendt på en forholdsvis lang periode (1938-64) synes altså at vise en forholdsvis nøje sammenhæng mellem renten og likviditeten.

Hvis man antager et nogenlunde konstant forhold mellem kapitalen og produktionen, kan resultatet altså fortolkes både efter likviditetsteoretiske og moderne kvantitetsteoretiske linier.

1. En primitiv opstilling dækkende de sidste 15 år synes at vise en klar mangel på stabilitet. En dyberegående endnu ikke publiceret analyse af N. Thygesen synes at vise, at det er overordentlig vanskeligt at finde en model, der på tilfredsstillende måde beskriver pengeudbuddet.
2. Foretaget af kontorchef R. Mikkelsen, Danmarks Nationalbank.

Ud fra et pengepolitisk synspunkt er modellen imidlertid for summarisk, da det er nødvendigt at kunne forudsige virkningerne af påtænkte foranstaltninger også på kortere sigt.

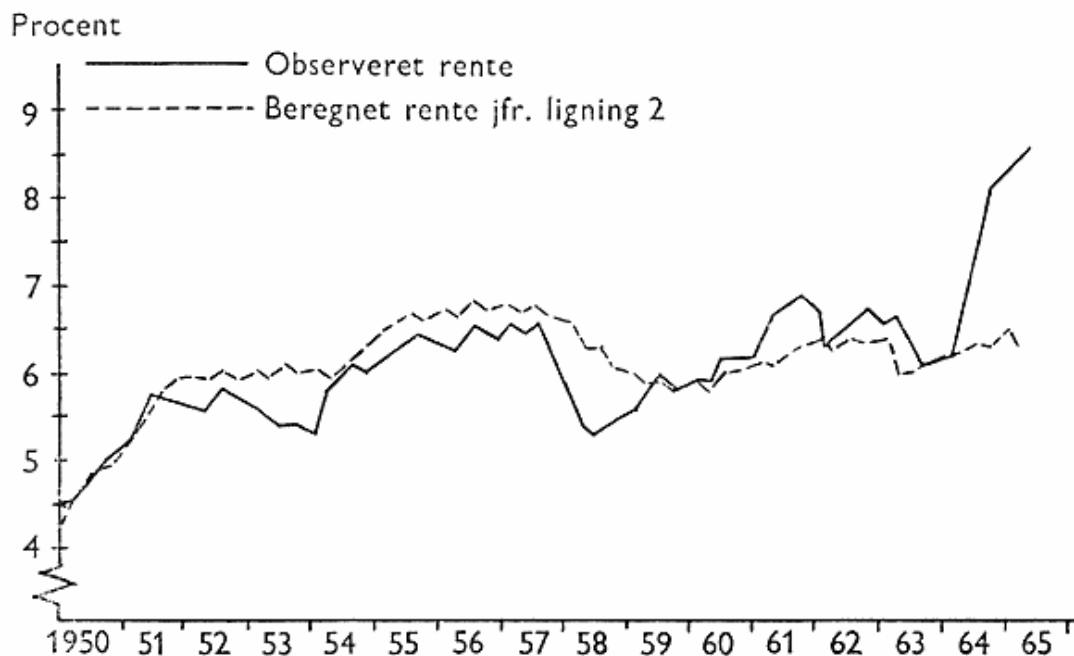


Fig. 1

Man har derfor anvendt den samme model på kvartalstal¹ i perioden 1950-65 med følgende resultat:

$$(2) \quad R = 18,088 - \frac{6,5307}{(1,8298) (0,99759)} \frac{PM}{BNP}$$

$$r^2 = 0,4167 \quad d = 0,1703^2$$

1. Som kvartalstal for BNP er i år n anvendt følgende:

1. kvartal: $\frac{1}{32} (3 BNP_{n-1} + 5 BNP_n)$
2. — : $\frac{1}{32} (BNP_{n-1} + 7 BNP_n)$
3. — : $\frac{1}{32} (7 BNP_n + BNP_{n+1})$
4. — : $\frac{1}{32} (5 BNP_n + 3 BNP_{n+1})$

2. d giver udtryk for afhængigheden i den uforklarede reststørrelse mellem to efter hinanden følgende tidspunkter (Durbin-Watson's brøk). Den lave værdi, d antager, viser, at disse reststørrelser ikke fordeler sig tilfældigt, og at middelfejlen på a og b er noget undervurderet. Under alle omstændigheder er a og b dog klart signifikante.

I denne kortere periode, hvor også rentens bevægelser på kort sigt tages i betragtning, synes modellens anvendelighed at være væsentlig ringere, se også fig. 1.

Med henblik på at forbedre modellen og tillige opnå større indsigt i tilpasningsmekanismen kunne man som forklarende variable inddrage *obligationsudbuddet og forventningerne*.

Som udtryk for det første er anvendt $\frac{\Delta CO}{BNP}$ hvor ΔCO er den pålydende værdi af nettotilgangen af børsnoterede obligationer til markedet minus Nationalbankens og de private bankers køb. Som nævner ville det have været rigtigst at anvende tilvæksten i de samlede formuer, men da anvendelige oplysninger herom ikke foreligger, er i stedet BNP anvendt, idet der måske kan antages at være et forholdsvis fast forhold mellem disse to størrelser. Ved at anvende de nominelle værdier i stedet for markedsværdier er der gået ud fra, at stigende låneønsker umiddelbart bevirker en stigning i udbuddets nominelle værdi, hvorefter efterspørgselsforholdene bestemmer virkningen på renten. Koefficienterne i denne model bliver

$$(3) \quad R = 13,791 - 4,5500 \frac{PM}{BNP} + 22,033 \frac{\Delta CO}{BNP}$$

$$(1,7070) \quad (0,90128) \quad (4,0828)$$

$$r^2 = 0,6094 \quad d = 0,5736$$

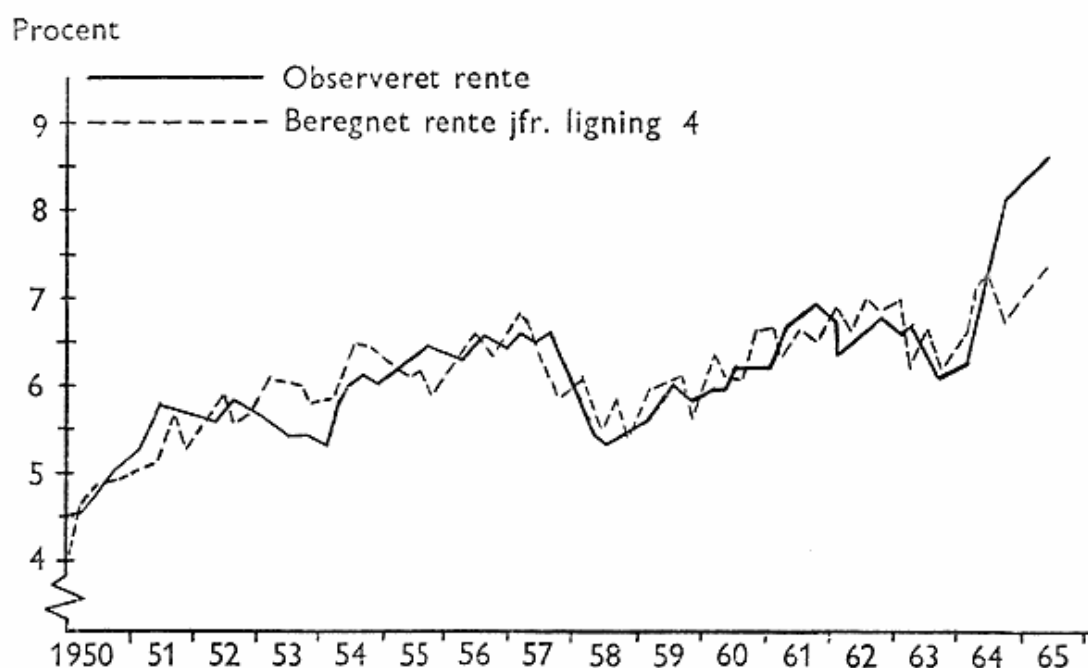


Fig. 2

Som udtryk for forventningerne kunne inddrages dels forventningerne om prisudviklingen, dels forventningerne med hensyn til den økonomiske politik. Disse sidste er søgt specificeret ved inddragning af underskuddet på betalingsbalancens

løbende poster i det pågældende og det foregående kvartal, $D_t + D_{t-1}$, idet også D_t er nogenlunde kendt fra udviklingen i valutastilling og handelsbalance. Et underskud antages at give anledning til en forventning om en stramning af den økonomiske politik og herunder en stigende rente. I denne model blev koefficienterne som følger:

$$(4) \quad R = 15,095 - 5,2230 \frac{PM}{BNP} + 17,472 \frac{\Delta CO}{BNP} + 15,431 \frac{D_t + D_{t-1}}{BNP}$$

(1,5138) (0,79860) (3,6966) (3,4571)

$$r^2 = 0,7093 \quad d = 0,7818$$

Det fremgår, at denne model giver en noget bedre forklaring end den, hvori alene likviditeten indgik som uafhængig variabel (se også fig. 2), og at der på længere sigt forekommer at gøre sig en vis stabilitet gældende.

De kortsigtede afvigelser fra modellen er dog stadig så store, at modellen næppe er af stor interesse i penge- og rentepolitikken på kort sigt.

Ud over de ovennævnte modeller har det været forsøgt at inddrage den totale cirkulerende obligationsmængde divideret med *BNP* samt den procentvise ændring i likviditeten i forhold til det foregående kvartal som forklarende variable. Disse variable giver imidlertid intet bidrag, og koefficienterne bliver ikke signifikante. I alt har der været gennemregnet 12 modeller med renten som afhængig variabel.

Endvidere har man gennemregnet 9 modeller med renteændringen i forhold til det foregående kvartal som afhængig variabel og med ændringen i likviditeten, tilgangen af obligationer og betalingsbalancens løbende poster som forklarende variable. I alle disse modeller fås imidlertid kun små værdier af r^2 , og koefficienterne er ikke signifikante.

Det ses klart af figurerne, at der på kort sigt er uoverensstemmelser mellem de observerede og beregnede værdier i 1953, 1958, 1961-62 og 1964-65. I særdeleshed er det galt med 1964-65, hvor obligationsudbuddet steg ekstraordinært stærkt.

I alle fire perioder indtraf markante ændringer i forventningerne. I 1953 således udsigten til, at salget af S-obligationer ville blive indstillet efter en regeringsændring efter valget i september, i 1958 optimistiske forventninger som følge af omslaget på betalingsbalancen, i 1961-62 udprægede forventninger om forstærket efterspørgselspres og i 1964-65 udbredte prisstigningsforventninger.

Fra et økonomisk-politisk synspunkt er denne kvalitative forskel på de enkelte delperioder nok så afgørende som bevidstheden om en nogenlunde konstant funktion på længere sigt. Som nævnt er det afgørende for den økonomiske politik at kunne vurdere den forskellige styrke i de lagte investerings- og forbrugsplaner i forhold til pengesystemets elasticitet på forholdsvis kort sigt.

Af det foregående skulle altså fremgå, at det af to grunde er usikkert, hvad den kortsigtede virkning af en ændring i bankernes likviditet bliver (og det er denne størrelse, man umiddelbart kan påvirke). For det første er kreditmultiplikatoren ikke tilstrækkelig hurtig og stabil til, at den deraf forårsagede ændring i den samlede pengemængde kan forudses, og for det andet tyder den betydelige usikkerhed i bestemmelse af renten på, at også pengeefterspørgselsfunktionen ikke er stabil på kort sigt.

Afslutningsvis må derfor fremhæves, at der ikke kan forventes større interesse for undersøgelser, som hverken belyser tilpasningsmekanismen eller frembringer stabile funktioner på kort sigt. Dette siges ikke for at afskrække fra at foretage

lignende undersøgelser som de her omtalte, men for at præcisere, hvilke betingelser der må være opfyldt, før man kan forvente, at resultaterne får direkte indflydelse på pengepolitikken.

LITTERATURLISTE

- [1] Svend Andersen, »Nogle rentebetragtninger«, foredrag i *Samråd mellem nordiske realkreditinstitutioner*, 1964.
- [2] *Banklikviditet och kreditprioritering*, SOU, Stockholm 1960.
- [3] W. J. Baumol, »Stocks, Flows and Monetary Theory,« *Quarterly Journal of Economics*, LXXVI, February 1962.
- [4] Committee on the Working of the Monetary System, *Report*, London 1959.
- [5] R. L. Crouch, »The Inadequacy of »New-Orthodox« Methods of Monetary Control,« *Economic Journal*, LXXIV, December 1964.
- [6] E. L. Feige, *The Demand for Liquid Assets: A Temporal Cross-Section Analysis*, New Jersey 1964.
- [7] M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago 1956.
- [8] M. Friedman, *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*, NBER, Occasional Paper 68, New York 1959.
- [9] J. H. Gelting, »Rente, obligationsudbud og likviditet,« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 103. bd., 1965.
- [10] *Innstilling fra den penge- og kreditpolitiske komité*, Bergen 1964.
- [11] H. G. Johnson, »Monetary Theory and Policy,« *American Economic Review*, LII, June 1962.
- [12] J. H. Kareken, »Lenders' Preferences, Credit Rationing and the Effectiveness of Monetary Policy,« *Review of Economics and Statistics*, XXXIX, August 1957.
- [13] E. Lundberg, *Penningpolitikens brister och möjligheter*, Stockholm 1963.
- [14] A. H. Meltzer, »The Demand for Money: The Evidence from the Time Series,« *Journal of Political Economy*, LXXI, June 1963.
- [15] D. Meiselman, *The Term Structure of Interest Rates*, New Jersey 1962.
- [16] F. Modigliani, »The Monetary Mechanism and its Interaction with Real Phenomena,« *Review of Economics and Statistics*, XLV, Supplement, February 1963.
- [17] *Monetary Policy and the Management of the Public Debt*, GPO, Washington 1952.
- [18] *Money and Credit*, Report of the Commission on Money and Credit, New Jersey 1961.
- [19] D. Patinkin, *Money, Interest, and Prices*, Evanston 1956.
- [20] J. Pedersen og C. E. Sørensen, »Hvorledes reagerer bankerne,« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 88. bd., 1950.
- [21] R. V. Roosa, »Interest Rates and the Central Bank,« i *Money, Trade and Economic Growth*, New York 1951.
- [22] N. Thygesen, »Amerikanske økonomers analyse af USA's pengepolitik,« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 100. bd., 1962.
- [23] N. Thygesen, »Variable kassekvoter som pengepolitisk instrument,« *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 102. bd., 1964.
- [24] J. Tobin, »Money, Capital, and Other Stores of Value,« *American Economic Review*, Papers and Proceedings, LI, May 1961.

nomiske politik således, at der skabes tillid til, at den finanspolitiske linie fastholdes, hvorved der skabes forudsætninger for en lempelse af pengepolitikken.

Konklusionerne af disse betragtninger over pengepolitikken er, at der stadig er usikkerhed om virkningerne af pengepolitiske dispositioner. Der foregår i en lang række lande forsøg med delvis nye midler i pengepolitikken, og det materiale, der indsamles og studeres, kan danne grundlag for en bedre indsigt i tilpasningsprocessen og dermed skabe forudsætninger for at føre en bedre pengepolitik. Dette arbejde deltager vi også i, og det er særlig værdifuldt, når der, som her i landet, kan opnås et frugtbart samarbejde mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

Indtil videre må det dog være rigtigt at vurdere treklagen i den økonomiske politik således: Man kan med forholdsvis stor sikkerhed vurdere virkningen af finanspolitiske indgreb; til gengæld er det erfaringsmæssigt særdeles tungt at ændre finanspolitikken – især når der skal strammes. Pengepolitikken er langt lettere at ændre på; til gengæld er det vanskeligere at vurdere dens virkninger. Indkomstpolitikken – det sidste skud på stammen – er overordentlig vanskelig at gennemføre, og det er tillige vanskeligt at vurdere virkningerne af den. Man kan således ikke beskyldes mig for at tegne et overoptimistisk billede af mulighederne for at etablere en tilfredsstillende økonomisk politik, der tilgodeser hensynet til både beskæftigelse, vækst, prisstabilitet og betalingsbalance, men det betyder naturligvis, at man må gøre sig endnu mere umage for at nå et resultat.

Appendix

EFTERSPØRGSEL EFTER PENGE¹

I diskussionen om pengeteoretiske og pengepolitiske problemer er det nødvendigt først at gøre sig helt klart, om man forudsætter, at mængden af penge – pengeudbuddet – fastsættes af myndighederne, eller om der er en udbudsfunktion, der bestemmes af forskellige faktorer (bankernes ønske om at tilgodese kundernes låneønsker, bankernes placeringspolitik, der delvis kan bestemmes af relative rentesatser, oprettelse af nye pengeinstitutter med lavere kassebasis etc.).

Dette spørgsmål må man tage stilling til, før man formulerer en undersøgelse af pengeefterspørgselsfunktionen.

Hvis man regner med en hurtigt virkende og stabil kreditmultiplikator, er forholdet mellem bankernes kasse og den samlede pengemængde (publikums likvide fordringer) konstant, og man kan vælge den af disse to variable, der passer en

1. Tillægget er udarbejdet sammen med sekretær, cand. polit. J. H. Kjær og med bistand af lektor, cand. polit. N. Thygesen.

bedst, når sammenhængen mellem likviditet, rente etc. skal analyseres. Hvis kreditmultiplikatoren ikke er stabil, kan man åbenbart ikke vælge frit¹.

I diskussionsindlægget »Rente, obligationsudbud og likviditet« [9], p. 161, anvender Gelting alene bankernes nettolikviditet. Ved en multipel regressionsanalyse på basis af en ganske kort årrække konstateres en nær sammenhæng mellem bankernes nettolikviditet og den lange rente, hvorimod kursværdien af netto-udbuddet af obligationer som procent af den årlige opsparing ikke bidrager noget af betydning til forklaringen.

Hvis der ikke forudsættes en stabil og hurtig kreditmultiplikator, må man antage, enten at bankernes nettolikviditet på en ikke forklaret måde varierer sammen med publikums ønsker om formuesammensætningen (realkapital og fordringer af forskellig likviditetsgrad), eller at bankernes spekulative obligationskøb eller -salg over den afgørende indflydelse på obligationsmarkedet. Begge antagelser forekommer lidet sandsynlige.

Hvis der forudsættes konstant og hurtig kreditmultiplikator, er det logisk holdbart, at formuestigning ved konstant banklikviditet må medføre stigning i renten på lange fordringer. Kreditmultiplikatoren har imidlertid ikke været konstant i det her omhandlede tidsrum.

I stedet for disse overvejende likviditetsteoretiske ræsonnementer skal i det følgende forsøges en mere generel analyse af rentedannelsen med udgangspunkt i publikums pengeefterspørgsel.

Den enkleste form indeholder rente, likviditet og samlet omsætning som variable. Forskellige forsøg² har vist, at følgende form giver det bedste resultat

$$R = a + b \cdot \frac{PM}{BNP}$$

hvor R er den gennemsnitlige rente af lange 4,5 pct. kreditforeningsobligationer og PM »borgernes pengemængde«, nemlig disses sedler, giro samt anfordrings- og opsigelsesindskud i banker og sparekasser ultimo året. I denne model fås følgende værdier af a og b og middelfejlen på disse:

$$(1) \quad R = 10,35 - 8,552 \frac{PM}{BNP}$$

(1,096) (0,932)

$$r^2 = 0,771$$

hvilket giver en korrelationskoefficient på 0,88. Denne ret summariske model anvendt på en forholdsvis lang periode (1938-64) synes altså at vise en forholdsvis nøje sammenhæng mellem renten og likviditeten.

Hvis man antager et nogenlunde konstant forhold mellem kapitalen og produktionen, kan resultatet altså fortolkes både efter likviditetsteoretiske og moderne kvantitetsteoretiske linier.

1. En primitiv opstilling dækkende de sidste 15 år synes at vise en klar mangel på stabilitet. En dyberegående endnu ikke publiceret analyse af N. Thygesen synes at vise, at det er overordentlig vanskeligt at finde en model, der på tilfredsstillende måde beskriver pengeudbuddet.
2. Foretaget af kontorchef R. Mikkelsen, Danmarks Nationalbank.

Ud fra et pengepolitisk synspunkt er modellen imidlertid for summarisk, da det er nødvendigt at kunne forudsige virkningerne af påtænkte foranstaltninger også på kortere sigt.

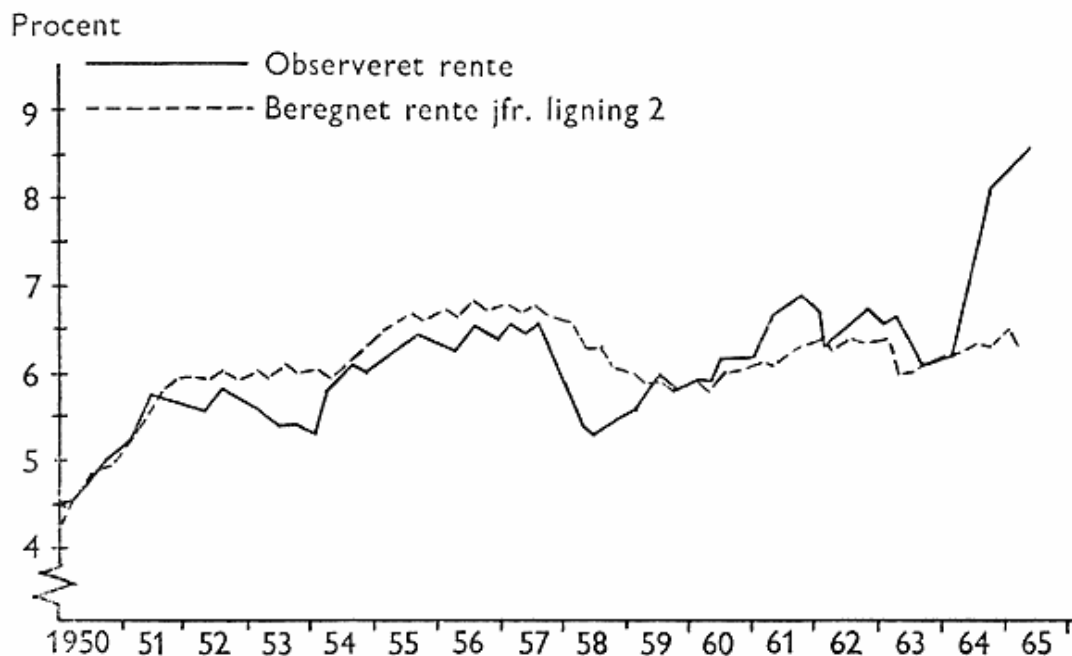


Fig. 1

Man har derfor anvendt den samme model på kvartalstal¹ i perioden 1950-65 med følgende resultat:

$$(2) \quad R = 18,088 - \frac{6,5307}{(1,8298)} \frac{PM}{(0,99759) BNP}$$

$$r^2 = 0,4167 \quad d = 0,1703^2$$

1. Som kvartalstal for BNP er i år n anvendt følgende:

1. kvartal: $\frac{1}{32} (3 BNP_{n-1} + 5 BNP_n)$
2. — : $\frac{1}{32} (BNP_{n-1} + 7 BNP_n)$
3. — : $\frac{1}{32} (7 BNP_n + BNP_{n+1})$
4. — : $\frac{1}{32} (5 BNP_n + 3 BNP_{n+1})$

2. d giver udtryk for afhængigheden i den uforklarede reststørrelse mellem to efter hinanden følgende tidspunkter (Durbin-Watson's brøk). Den lave værdi, d antager, viser, at disse reststørrelser ikke fordeler sig tilfældigt, og at middelfejlen på a og b er noget undervurderet. Under alle omstændigheder er a og b dog klart signifikante.

I denne kortere periode, hvor også rentens bevægelser på kort sigt tages i betragtning, synes modellens anvendelighed at være væsentlig ringere, se også fig. 1.

Med henblik på at forbedre modellen og tillige opnå større indsigt i tilpasningsmekanismen kunne man som forklarende variable inddrage *obligationsudbuddet og forventningerne*.

Som udtryk for det første er anvendt $\frac{\Delta CO}{BNP}$ hvor ΔCO er den pålydende værdi af nettotilgangen af børsnoterede obligationer til markedet minus Nationalbankens og de private bankers køb. Som nævner ville det have været rigtigst at anvende tilvæksten i de samlede formuer, men da anvendelige oplysninger herom ikke foreligger, er i stedet BNP anvendt, idet der måske kan antages at være et forholdsvis fast forhold mellem disse to størrelser. Ved at anvende de nominelle værdier i stedet for markedsværdier er der gået ud fra, at stigende låneønsker umiddelbart bevirker en stigning i udbuddets nominelle værdi, hvorefter efterspørgselsforholdene bestemmer virkningen på renten. Koefficienterne i denne model bliver

$$(3) \quad R = 13,791 - 4,5500 \frac{PM}{BNP} + 22,033 \frac{\Delta CO}{BNP}$$

$$(1,7070) \quad (0,90128) \quad (4,0828)$$

$$r^2 = 0,6094 \quad d = 0,5736$$

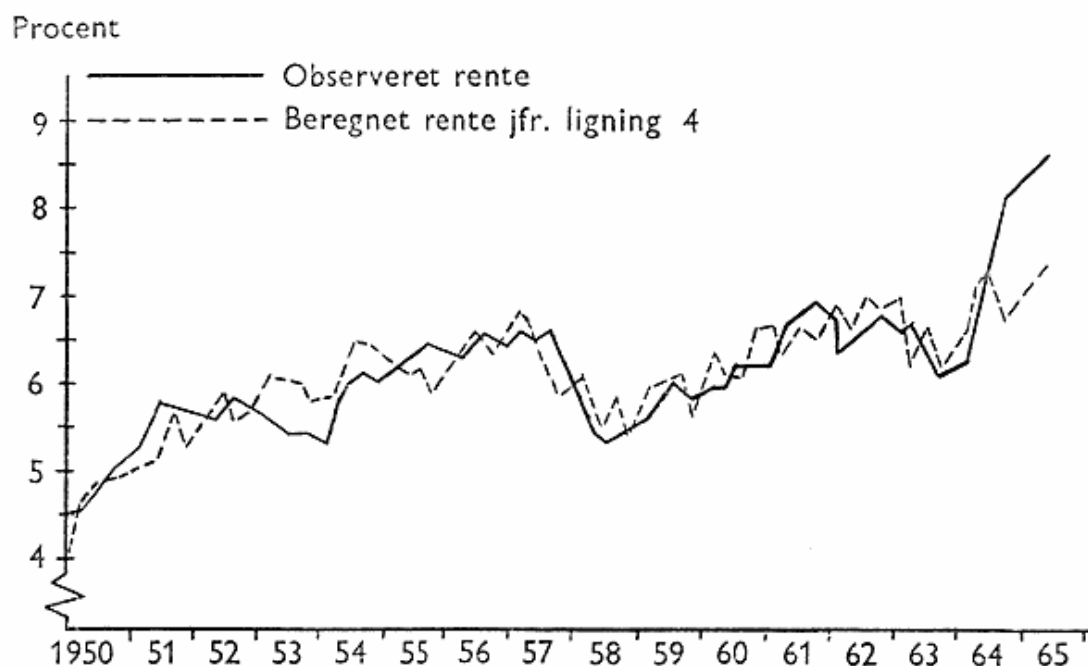


Fig. 2

Som udtryk for forventningerne kunne inddrages dels forventningerne om prisudviklingen, dels forventningerne med hensyn til den økonomiske politik. Disse sidste er søgt specificeret ved inddragning af underskuddet på betalingsbalancens