

PENGEPOLITIK I ÅBNE ØKONOMIER

Af NIELS THYGESEN*

1. Det er blevet en banalitet selv i store lande at tale om, at man lever i en åben økonomi. Her i landet har der naturligvis aldrig været behov for at minde om det, men i de mellemstore industrilande kunne man i de første 15 år efter krigen finde visse holdepunkter for at tro på en begrænset uafhængighed – ikke af den internationale konjunkturudvikling i almindelighed, men i altfald i den forstand, at man selv kunne træffe stabiliseringspolitiske beslutninger uden at være tvunget til at inddrage vurderingen af de internationale konsekvenser af sådanne beslutninger. I løbet af 1960'erne er en sådan opfattelse klart blevet illusorisk.

2. Det er samtidig i stigende grad blevet tydeligt, at de kraftigste internationale bivirkninger af nationale handlinger findes på det pengepolitiske område. Med aktivitetssvingningerne i de førende industrilande ude af fase med hverandre kom pengepolitikken også ud af trit ved flere lejligheder, mest dramatisk i 1970; dette førte til massive kapitalbevægelser, mest i kortfristet form, fra de lande, der søgte at fremme aktiviteten gennem hurtig vækst i pengeforsyningen og rentefald, til de lande, der ønskede at bremse en for kraftig indenlandsk efterspørgsel gennem langsommere vækst i pengeforsyningen og rentestigning. Begge så deres forsøg undermineret og måtte typisk vælge mellem lidet ønskelige alternativer: opgivelse af væsentlige dele af deres pengepolitiske særpræg, forsøg på gennem skærpelse af restriktioner på kapitalbevægelserne at genvinde en del af den pengepolitiske handlefrihed, eller at *opgive en fastholden af valutakurserne*. Denne sidste udvej har under det hidtidige valutariske samarbejde været betragtet som så ekstrem, at kun et enkelt større land i de første 25 år efter oprettelsen af Den internationale Valutafond (IMF) turde vælge den: Canada, hvis erfaringer i årene fra 1950 til 1962 nu er genstand for fornyet interesse. I en kort periode i 1969 var D-markens kurs flydende, og det har den været igen i maj-december 1971, i dette tilfælde i følge af først den hollandske

* Professor ved Københavns Universitet, chef for OECD's monetære afdeling. Artiklen er i det væsentlige manuskriptet til et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 26. november 1971. Kolleger i OECD og William Branson har på væsentlig måde påvirket fremstillingen, der ikke nødvendigvis dækker OECD's synspunkter.

PENGEPOLITIK I ÅBNE ØKONOMIER

Af NIELS THYGESEN*

1. Det er blevet en banalitet selv i store lande at tale om, at man lever i en åben økonomi. Her i landet har der naturligvis aldrig været behov for at minde om det, men i de mellemstore industrilande kunne man i de første 15 år efter krigen finde visse holdepunkter for at tro på en begrænset uafhængighed – ikke af den internationale konjunkturudvikling i almindelighed, men i altfald i den forstand, at man selv kunne træffe stabiliseringspolitiske beslutninger uden at være tvunget til at inddrage vurderingen af de internationale konsekvenser af sådanne beslutninger. I løbet af 1960'erne er en sådan opfattelse klart blevet illusorisk.

2. Det er samtidig i stigende grad blevet tydeligt, at de kraftigste internationale bivirkninger af nationale handlinger findes på det pengepolitiske område. Med aktivitetssvingningerne i de førende industrilande ude af fase med hverandre kom pengepolitikken også ud af trit ved flere lejligheder, mest dramatisk i 1970; dette førte til massive kapitalbevægelser, mest i kortfristet form, fra de lande, der søgte at fremme aktiviteten gennem hurtig vækst i pengeforsyningen og rentefald, til de lande, der ønskede at bremse en for kraftig indenlandsk efterspørgsel gennem langsommere vækst i pengeforsyningen og rentestigning. Begge så deres forsøg undermineret og måtte typisk vælge mellem lidet ønskelige alternativer: opgivelse af væsentlige dele af deres pengepolitiske særpræg, forsøg på gennem skærpelse af restriktioner på kapitalbevægelserne at genvinde en del af den pengepolitiske handlefrihed, eller at *opgive en fastholden af valutakurserne*. Denne sidste udvej har under det hidtidige valutariske samarbejde været betragtet som så ekstrem, at kun et enkelt større land i de første 25 år efter oprettelsen af Den internationale Valutafond (IMF) turde vælge den: Canada, hvis erfaringer i årene fra 1950 til 1962 nu er genstand for fornyet interesse. I en kort periode i 1969 var D-markens kurs flydende, og det har den været igen i maj-december 1971, i dette tilfælde i følge af først den hollandske

* Professor ved Københavns Universitet, chef for OECD's monetære afdeling. Artiklen er i det væsentlige manuskriptet til et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 26. november 1971. Kolleger i OECD og William Branson har på væsentlig måde påvirket fremstillingen, der ikke nødvendigvis dækker OECD's synspunkter.

gylden og siden en række andre valutaer; og de canadiske myndigheder havde igen valgt denne fremgangsmåde allerede et år tidligere.

3. Det er ikke vanskeligt at finde væsentlige teoretiske argumenter for den opfattelse, at større fleksibilitet i valutakurserne er et nødvendigt element i en forbedring af den internationale tilpasningsmekanisme, både fordi en sådan fleksibilitet vil fordele byrderne ved tilpasningen på en mindre bekostelig og mere symmetrisk måde og fordi større udsving i kurserne i sig selv må antages at lægge en dæmper på kapitalbevægelserne. Eksperimenterne med flydende kursers virkninger i sidstnævnte retning er endnu for kortvarige og for specielle til at give holdepunkter for mere kvantitative vurderinger – bortset fra det canadiske tilfælde – og jeg har ikke i det følgende til hensigt at omtale dette, formentlig mest effektive middel til forbedring af tilpasningsmekanismer. Der er derimod et betydeligt erfaringsmateriale med hensyn til de to andre reaktionsmåder på det, der i lærebøgerne i international økonomi går under betegnelser som »dilemmaet mellem eksterne og interne hensyn«, med andre ord uønskede internationale bivirkninger af en pengepolitik indrettet på opnåelse af en indenlandsk målsætning.

4. Det synes at være af den største interesse at studere disse erfaringer fra det sidste tiår systematisk og på en så kvantitativ måde, som problemerne tillader. *Direkte restriktioner* på kapitalbevægelserne lader sig ikke vurdere på denne måde; det nærmeste man kan komme er hasarderede forsøg på sammenligning mellem lande med og uden bestemte typer af restriktioner, og til at vurdere, om væsentlige ændringer i restriktionerne har påvirket følsomheden mærkbart. Selv om økonomer er vant til mere eller mindre virtuost at jonglere med velfærdsbetragtninger, i henhold til hvilke det både ud fra effektivitets- og fordelingsmæssige synspunkter er ønskeligt med en høj grad af international kapitalmobilitet, må det indrømmes, at de senere års voldsomme begivenheder har givet restriktionerne en grad af respektabilitet, som de ikke har haft i en længere årrække. Det er dog et vigtigt træk i udviklingen i det sidste års tid, at nye restriktioner ikke sjældent tilstræber indirekte virkninger gennem prismekanismen fremfor direkte at udelukke visse typer af transaktioner; som eksempler kan nævnes det dobbelte valutamarked i Frankrig, det tyske deponeringskrav over for tyske virksomheders internationale låntagning og overvejelser i samme retning i Japan. Erfaringerne er dog endnu for få og for kortvarige til at muliggøre mere vidtgående vurderinger.

5. Mit formål i det følgende er at diskutere, dels nogle hovedtræk af udviklingen i international monetær teori, dels nogle empiriske undersøgelser af kapitalbevægelsernes følsomhed over for ændringer i internationalt

betydningsfulde rentesatser og i andre faktorer, der må antages at influere på deres omfang. På grundlag af denne diskussion vil jeg afslutningsvis rejse spørgsmålet om mulige forbedringer af de internationale reaktioner på og af finansieringen af kraftige kapitalbevægelser. En forbedret reaktion forekommer mig afgørende, ikke blot for bevarelsen af et minimum af »pengepolitisk handlefrihed«, men også for den ønskelige retning af reformbevægelserne i det internationale monetære samarbejde.

6. Det vil også være rimeligt at gøre opmærksom på, at mine bemærkninger hverken tager specielt sigte på danske erfaringer eller på helt aktuelle problemer. Det kan med nogen ret betegnes som et udslag af naivitet i slutningen af 1971 at forsøge at sammenfatte nogle af 1960'ernes erfaringer, for det er en beklagelig kendsgerning, at de empiriske undersøgelser, jeg har kendskab til, alle undervurderer de internationale kapitalbevægelseres omfang i 1970, hvor pengepolitikken på de to sider af Atlanten i særlig grad var i disharmoni; og selv ikke den dristigste økonometriker ville vove at konfrontere de for 1960'erne konstaterede sammenhænge med de endnu mere dramatiske begivenheder på det internationale kapitalmarked i 1971. Studiet af 1960'ernes, i aktuel sammenhæng forældede, erfaringer forekommer mig alligevel meget påkrævet, især som grundlag for en diskussion af mulige internationale reaktionsmønstre i den forhåbentlig noget roligere fremtid, som følger efter disse måneders exceptionelle begivenheder. Særlig aktualitet vil de naturligvis have, hvis man forventer, at pengepolitik i de førende lande også i fremtiden vil være højst ufuldstændigt koordineret, samt at det internationale valutasamarbejde vil være baseret på faste valutapariteter, omend med noget større fleksibilitet end hidtil.

Interne og eksterne virkninger af pengepolitiske indgreb

7. Spørgsmålet om hvor aktivt det er ønskeligt at anvende pengepolitikken for at nå interne mål afhænger dels af de pengepolitiske instrumenters interne effektivitet, dels af deres eksterne bivirkninger. Inden omtalen af de sidstnævnte er der grund til at påpege, at vurderingen af, om en aktiv anvendelse på kort sigt af pengepolitiske instrumenter er egnet til bedre opfyldelse af de traditionelle *interne mål*: høj og stabil beskæftigelse, hurtig vækst i den reale produktion og begrænsede prisstigninger, fortsat er genstand for diskussion og usikkerhed. Mens den moderne pengeteori absolut ikke har ført til nogen nedvurdering af de monetære faktoreres indflydelse på de nævnte variable, har den givet plads for betydelig skepsis med hensyn til mulighederne for at påvirke dem med den *hurtighed og præcision*, som er påkrævet.

8. Den moderne pengeteori er i første række en teori om påvirkningen fra pengeforsyningen til de samlede nominelle indkomster i samfundet. På

længere sigt er denne sammenhæng nær, men tidsafstandene mellem indgreb og deres væsentlige virkning er længere end betryggende på baggrund af vor begrænsede evne til at forudse det fremtidige behov for disse virkninger; og de er ikke ganske stabile. Deler man virkningerne op på indflydelse på den reale aktivitet (og beskæftigelsen) på den ene side og prisudviklingen på den anden, synes flere nyere undersøgelser fra USA og UK at vise, at *de reale virkninger kommer først*. Modsat en simpel kvantitetsteoretisk betragtning fører acceleration (deceleration) i pengeforsyningen til fald (stigning) i den reale aktivitet nogen tid før en virkning begynder at blive synlig i stigningstakten i prisniveauet. Styringen af denne sidste, den traditionelle opgave for pengepolitikken, synes at fortone sig mere og mere, selv om mange fremstillinger stadig ser prisstigningstakten på længere sigt som overvejende bestemt af monetære faktorer. Forklaringen er imidlertid blevet så indviklet med prisforventningsdannelsen som et væsentligt element, at den empiriske underbygning enten savnes totalt eller har et noget naivt og håndfast præg, som f.eks. i de seneste udgaver af den såkaldte St. Louis model, hvor prisstigningstempoet med en vis forsinkelse er bestemt af forventningerne, der igen er bestemt af vækstraten i pengeforsyningen. Modellen giver konklusioner, der kun kan betegnes som absurde.

9. Betragter man en række mere detaljerede undersøgelser af pengepolitikens virkninger i de større industrilande i 1960'erne, bliver man kun rent undtagelsesvis imponeret over de bidrag, som variationer af de pengepolitiske instrumenter tilsyneladende har givet. Der er undtagelser, hvor væsentlige ændringer i den samlede private efterspørgsel synes at kunne henføres til pengepolitiske indgreb; de klareste eksempler, jeg kender, er afkølingen af et par overophedninger i den japanske økonomi i første halvdel af 1960'erne og kreditstramningen i USA i 1966. Ved disse lejligheder gik pengepolitikken virkelig på tværs af andre efterspørgselsbestemmende faktorer og var utvetydigt med til at fremkalde et omsving. Det øvrige erfaringsmateriale bekræfter det gennemsnitlige indtryk, at pengepolitiske indgreb enten har virket så svagt eller med så betydelig forsinkelse, at deres bidrag til stabiliseringen har været beskedent. Og i størstedelen af det betragtede tidsrum har de pengepolitiske myndigheder indtaget en mere defensiv holdning ved at skabe mulighed for en imødekommelse af låneefterspørgslen. En påvisning af, at udviklingen i rente og pengeforsyning overvejende kan forklares af svingninger i den økonomiske aktivitet, altså i efterspørgslen efter lån og/eller penge, er ikke i sig selv en underkendelse af pengepolitikken; i det lange løb er det ikke overraskende, at denne akkommoderende rolle tager sig ud som den væsentlige. Det er trods alt derfor man har oprettet centralbanker – for at opretholde nogenlunde

stabile forhold på finansielle markeder. Men den må rejse spørgsmålet, om prisen for at opgive en mere aktiv anvendelse af pengepolitiske instrumenter til opnåelse af indenlandske mål – især høj og stabil beskæftigelse – er så høj som diskussionen omkring »pengepolitisk handlefrihed« lader formode. Hvis ikke, tager dilemmaet mellem interne og eksterne hensyn sig ikke helt så vanskeligt ud.

10. Løsningen af dette dilemma ligger næppe i at føre en passiv pengepolitik i form af mere eller mindre automatisk tilpasning af pengeforsyningen til den økonomiske aktivitet. Hvis det især er ændringer i de relative rentesatser, der bevæger kapital over landegrænserne, således som det nedenfor skal hævdes, ville heller ikke en fastholdelse af en stabil, »passende« vækstrate i pengeforsyningen, som bl.a. foreslået af Milton Friedman, indebære en løsning. Ingen af disse to fremgangsmåder ville skabe den internationale koordination mellem udviklingen i rentesatser og andre monetære indikatorer, som er nødvendig for at sikre ligevægt i det internationale betalingsomkvem. Det er da også karakteristisk, at de forslag, der mest konsekvent går ind for fastholdelse af en stabil vækstrate i pengeforsyningen, kun forestiller sig dette muligt i en åben økonomi, hvis det pågældende lands valutakurs er flydende. Hvis der forekommer afvigelser mellem ekspansionstempoet i indland og udland, vil der i en åben økonomi med faste valutakurser opstå en sådan uligevægt i betalingerne over for udlandet, at enten den faste valutakurs eller den interne pengepolitiske målsætning må opgives.

11. Forbindelserne til andre økonomier går både via *de løbende poster* og *kapitalposterne* på betalingsbalancen. Allerede gennem de løbende poster kan forbindelsen være stærk; hvis både omløbshastigheden og importtilbøjeligheden er høje på grænsen, siver en indenlandsk udvidelse af pengeforsyningen hurtigt ud af landet. IMF har siden 1950'erne gennemarbejdet modellerne af denne type og brugt dem, især i diagnoser af formålsløsheden ved indenlandske kreditudvidelser i udviklingslandene, se Polak (1957) og senest Polak og Argy (1971). Men det er gradvis blevet tydeligt, at de stærkeste internationale forbindelser går gennem kapitalposterne snarere end de løbende poster. I betragtning af, at der står andre økonomisk-politiske instrumenter – de finanspolitiske – til rådighed for påvirkningen af den samlede indenlandske aktivitet og dermed importen, tegner der sig hermed et muligt grundlag for en fornuftig arbejdsdeling i den økonomiske politik.

12. En væsentlig videreudvikling af teorien om økonomisk politik kom i begyndelsen af 1960'erne, især i form af en række artikler af Chicago-økonomen Robert Mundell, siden samlet i en bog (1968). Pengepolitik

– d.v.s. variationer i pengemængde og rente – har ligesom finanspolitik virkninger på begge de to mål, der normalt nævnes først, når den økonomiske politiks målsætninger opregnes: den indenlandske beskæftigelse (eller realindkomst) og ligevægt (eller måske overskud) i betalingerne over for udlandet. Normalt må såvel penge- som finanspolitiske instrumenter tages i brug for at nå denne kombinerede målsætning, og hvis man tør forudsætte, at der i grundlaget for beslutningerne i den økonomiske politik indgår et groft overblik over de vigtigste kvantitative sammenhænge i økonomien, er det i princippet en enkel sag at bestemme den nødvendige ændring i de til rådighed værende hovedinstrumenter for at opnå de politiske mål. Alt dette var allerede blevet påvist af Tinbergen, Bent Hansen m.fl. i 1950'erne, men vakte vel næppe større entusiasme uden for en ret snæver kreds. Der syntes endnu at være en meget lang afstand til den type af situation, som centralbankdirektører og finansministre befinder sig i, oftest karakteriseret af betydelig usikkerhed i forudsigelserne af virkningerne af indgreb – og ikke sjældent tillige af ufuldstændig koordination mellem de forskellige instanser i den økonomiske politik. I denne situation måtte beslutningsmodeller à la Tinbergen forekomme lidet relevante.

13. Mundell's arbejde går ud over den tidligere litteratur på to punkter. For det første tager han eksplicit hensyn til den indenlandske pengepolitik virkninger på betalingsbalancens kapitalposter. For det andet angiver han nogle konklusioner om indretningen af den økonomiske politik i situationer, hvor beslutningerne er ufuldstændigt koordineret i tid – og måske tillige i indhold – mellem penge- og finanspolitiske myndigheder.

14. Den første udvidelse havde en nærliggende inspiration i erfaringerne med større integration af kapitalmarkederne efter gennemførelsen af *konvertibilitet* i Vesteuropa i 1958 eller tidligere. Mens Mundell skrev sine artikler, var den amerikanske regering i fuld gang med det første systematiske forsøg i efterkrigstiden på at påvirke kapitalbevægelserne gennem pengepolitik – den såkladte Operation Twist – hvor man søgte at holde de for de internationale kapitalbevægelser betydningsfulde korte rentesatser på et tilstrækkeligt højt niveau til at forhindre kapitaludstrømning fra USA.

15. Den anden udvidelse var mere original. På grundlag af antagelsen om en systematisk sammenhæng mellem renteniveauet i indlandet – relativt til udlandets, som vi kan antage er konstant – og kapitalbevægelserne: jo højere rente, desto større kapitalindstrømning, påviser Mundell, at pengepolitik har en komparativ fordel som middel til at påvirke betalingsbalancen – her opfattet som *den samlede valutastilling*. Mens begge typer af indgreb har virkninger på den indenlandske beskæftigelse (aktivitet) og på vare- og

tjenestebalancen over for udlandet, har pengepolitiske indgreb tillige virkninger på kapitalbevægelserne. Udtrykt lidt mere teknisk kan man f.eks. sige, at den rentestigning, der skal til for at opveje uønskede virkninger af en finanspolitisk forstyrrelse af en oprindelig indre og ydre ligevægt, er mindre i det tilfælde, hvor den indrettes på at genoprette den valutariske målsætning, end i det tilfælde hvor den pengepolitiske stramning tilsigter genoprettelsen af det ønskede beskæftigelsesniveau. Indrettes den på det sidste, vil valutastillingen bedres hurtigere end påkrævet. Strammes pengepolitikken tilstrækkeligt til at fastholde den valutariske målsætning, vil der fortsat være indenlandsk overefterspørgsel, så finanspolitiske instrumenter må også tages i anvendelse.

16. Mundell's konklusioner gik imidlertid videre end til blot at fastslå de komparative fordele ved penge- og finanspolitik. Mens Tinbergen havde understreget nødvendigheden af samtidighed og koordination i valget af forskellige økonomisk-politiske instrumenter, formulerede Mundell et realistisk »second best« alternativ: at hvert af de to instrumenter sættes ind på opfyldelsen af det mål, hvor det har sin komparative fordel. Hvis således renten fastsættes ud fra ønsket om en bestemt udvikling i valutabeholdningen og finanspolitikken indrettes på opnåelsen af en bestemt beskæftigelsesgrad, skulle begge mål kunne nås gradvis selv uden koordination mellem beslutningstagerne.

17. Ved således at antyde muligheden af en »tildeling« – hele denne diskussion går i litteraturen under betegnelsen »*the assignment problem*« – af veldefinerede opgaver til de to hovedformer for stabiliseringspolitik syntes Mundell at have givet en teoretisk begrundelse for en udvikling i retning af en arbejdsdeling, som allerede længe syntes observerbar. Blandt den økonomiske politiks mål indtager en høj og stabil beskæftigelsesgrad normalt den mest fremtrædende plads; det kunne derfor forekomme naturligt, at den del af den økonomiske politik, i hvilken regering og parlament er direkte initiativtagende, nemlig finanspolitikken, helt overvejende fastlægges ud fra hensynet til beskæftigelsesmålsætningen, mens varetagelsen af det andet, mere teknisk prægede mål omkring fastholdelsen af en ønsket valutarisk udvikling, uddelegeres til en delvis selvstændig centralbank. Læsning af centralbankberetninger efterlader ofte det indtryk, at de pengepolitiske myndigheder opfatter det som deres naturlige arbejdsområde at fastholde – eller, hvis det er urealistisk, at minde de politiske myndigheder om – en valutarisk målsætning. Mens forsøg på at begrunde en arbejdsdeling i en lukket økonomi, i hvilken pengepolitikken indrettes på at styre prisniveauet og finanspolitikken på at styre den reale efterspørgsel, tager sig mislykkede ud i lyset af pengepolitikens ovenfor omtalte ikke-ubetydelige

reale virkninger på kortere sigt, syntes Mundell's tildeling af opgaver i højere grad at have et skær af realisme over sig. Men fra et mere praktisk synspunkt er det meget afgørende, om man kan danne sig et overblik over kapitalbevægelsernes renteelasticitet.

Kritik af Mundell's model

18. Den skitserede tildeling er fortsat langt fra noget, der realistisk kan betegnes som en praktikabel stabiliseringspolitik. Det sidste tiår har bragt en syndflod af teoretiske artikler og empiriske undersøgelser, i hvilke Mundell's model er forsøgt generaliseret og dens væsentligste sammenhænge efterprøvet, jfr. bl.a. von Neumann Whitman (1970). I det følgende skal jeg omtale begrænsningerne i modellen og mulighederne for at fjerne dem, for derefter at kommentere enkelte empiriske forsøg på at forklare kapitalbevægelser mellem de større industrilande. Alt i alt synes Mundell's hovedsynspunkt at overleve ganske godt.

19. For det *første* kan der være grund til at minde om den meget *snævre formulering af den valutariske målsætning*. Der er ikke i Mundell's model tale om nogen egentlig tilpasning af betalingsbalancen i form af bedre ligevægt på de løbende poster, men alene om at sikre en sådan saldo på kapitalposterne, at den til beskæftigelsesmålsætningen svarende uligevægt på de løbende poster finder en tilfredsstillende finansiering. Det er måske nok en problemstilling, der har kunnet minde om vor hjemlige i de senere år, men den er tydeligvis kun en stabil løsning i det korte løb. Derimod kan modellen have betydelig interesse i diskussionen omkring international koordination af pengepolitikken og neutralisering af uønskede indenlandske likviditetsvirkninger af udlandets pengepolitik.

20. For det *andet* kan det tænkes, at der selv på kort sigt er *konflikt* mellem de to målsætninger. Realisering af beskæftigelsesmålsætningen kunne medføre et vældigt løbende underskud og dermed behov for urealistisk store kapitalbevægelser, selv om dette vel er blevet sværere at forestille sig efter de senere års tegn på voksende kapitalmobilitet. Hvis kapitalbevægelserne er relativt ufølsomme over for variationer i relative rentesatser, kan behovet for meget store ind- og udstrømninger implicere bevægelser i det indenlandske renteniveau, som er urealistisk store. Det gælder naturligvis især, hvis det pågældende land i forvejen er i en ekstrem situation relativt til rentesatser i andre lande, således at en yderligere udvidelse af afstanden til udlandets renteniveau kun giver anledning til moderate kapitalbevægelser.

21. For det *tredje* kunne man ønske at generalisere resultaterne gennem hensyntagen ikke blot til to økonomisk-politiske instrumenter, offentlige

udgifter og renten, men til *en række mulige penge- og finanspolitiske instrumenter*. Forsøgene på at udvide modellen har imidlertid ikke ført til brugbare resultater på dette punkt, jfr. Mundell (1968, kap. 21).¹

22. For det *fjerde* er det i visse tilfælde urealistisk at antage, at rentestigning i ét land er *uden direkte indvirkning på renten andetsteds*. Som jeg nærmere skal illustrere det nedenfor, er der navnlig en sammenhæng mellem pengepolitik i USA og andre rentesatser, der øver indflydelse på de internationale kapitalbevægelser. I bredere forstand er der behov for i større lande at tage hensyn til internationale reperkussioner af pengepolitiske handlinger. Det er især Cooper (1969), som har interesseret sig for de problemer, der opstår, når økonomisk-politiske beslutninger er ukoordinerede ikke blot inden for et enkelt land, men også mellem indland og udland. Der er således brug for en model af flere landes finansielle markeder.

23. For det *femte* er der i Mundell's model ikke taget hensyn til *vækst i indkomst og formue*. De få forsøg, der er gjort på at udstrække analysen til at omfatte betingelserne for at fastholde en ønsket udvikling over tiden i beskæftigelse og valutabeholdning gennem decentraliseret anvendelse af penge- og finanspolitik har endnu ikke givet generelle resultater trods udviklingen i teorien om optimal kontrol.

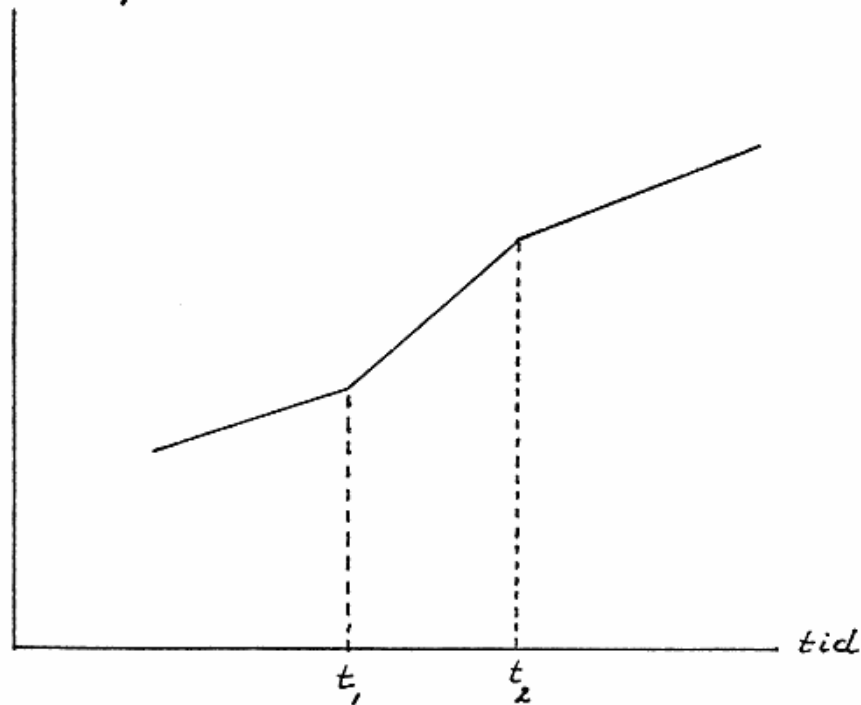
24. For det *sjette* er det blevet påpeget i en længere række indlæg, at modellen med urette ser de private kapitalbevægelser som i hovedsagen bestemt af renteforskelle; i en korrekt teoretisk formulering er det *ændringer i disse forskelle*, som er afgørende, et synskunkt, der allerede var anerkendt i den ældre litteratur om kapitalbevægelser, jfr. Iversen (1935, p. 127). Omformuleringen er ganske analog til den, der er sket i formuleringen af efterspørgslen efter kapitalgoder. Tidligere diskussioner af denne efterspørgsel antog, at anskaffelsen af kapitalgoder afhang af bl.a. markedsrentens højde, men som resultat af især Gelting's og Haavelmo's indsats er det i nutidige fremstillinger og empiriske undersøgelser den samlede størrelse af det ønskede kapitalapparat, der er påvirket af markedsrentens absolutte niveau, hvorved ændringer i kapitalapparatet kommer til at afhænge af renteændringer. På samme måde, fremhæves det i nyere fremstillinger af kapitalbevægelsesernes teori, er det *de samlede ønskede behold-*

1. Det er utvivlsomt mere hensigtsmæssigt at sondre mellem instrumenter der direkte påvirker afkastet af finansielle aktiver og andre instrumenter end blot mellem penge- og finanspolitiske instrumenter. Visse finanspolitiske indgreb, f.eks. USA's renteudligningsskat og Tysklands kuponskat, har en virkning på det relative afkast af inden- og udenlandske anbringelser, som er nok så direkte som virkningen af renteændringer.

ninger af fordringer på og gæld til udlandet, der påvirkes af forskelle i renteniveau mellem indland og udland. Hvis vi ser midlertidigt bort fra, at indkomst og samlet formue er i stadig vækst, ville kapitalbevægelserne efter en vis tilpasningstid tørre ind på trods af fortsat forskel i renteniveauet i to områder. Selv om der tages hensyn til den stadige vækst i indkomst og formue, modificeres den hovedkonklusion kun svagt, at det er en enkeltstående beholdningstilpasning, der er det væsentlige træk i kapitalbevægelsesnes teori, og ikke en stadig strøm.

25. Dette punkt har åbenbart en så væsentlig betydning for de konsekvenser, man kan drage for pengepolitikens udformning, at det kan forekomme rimeligt at illustrere nærmere. Vi er så vant til præsentationer af korte kapitalbevægelser i lyset af absolutte renteforskelle, at det kræver en særlig

*Brutto indstrømning af
kapital
(log skala)*



Figur 1. Tilpasning af udenlandske finansielle tilgodehavender til forøgelse af forskel mellem udenlandsk og indenlandsk rente.

Kilde: Grubel (1968, p. 1312).

mental energi at anlægge det nye synspunkt. Lad os med Grubel (1968) som illustration bruge det nogenlunde realistiske eksempel, at valutaindlændinge i USA med den bestående rentekonstellation ønsker at holde omkring 6 pct. af deres samlede finansielle aktiver i form af fordringer på udlandet. Lad os videre antage, at der sker en ændring i de relative rentesatser, således at amerikanerne nu finder det ønskeligt at holde en større andel, f.eks. 8 pct., af deres finansielle aktiver i den nævnte form. Der vil herefter i en tilpasningsperiode, t_1 til t_2 , som vist i figur 1 ske en relativt betydelig kapitaludstrømning fra USA, indtil den ønskede formueandel er nået; men når først placeringerne har nået de ønskede 8 pct., tørrer bevægelserne i det væsentlige ind. Fra dette tidspunkt kan de amerikanske valutaindlændinge indskrænke deres anskaffelser af fordringer på udlandet til 8 pct. af tilvæksten i deres samlede finansielle aktiver. Det er ganske vist mere, end det ville have været med den tidligere rentekonstellation – 8 pct. af formue-tilvæksten i stedet for 6 pct. – og man kan med rette betegne dette ekstra element som den permanente virkning, »flow«-effekten, af den ændrede rentekonstellation. Det vigtige punkt er imidlertid, at denne virkning er af beskeden størrelsesorden sammenlignet med virkningen af den ændrede sammensætning af den oprindelige formue: 2 pct. af formue-tilvæksten over for 2 pct. af hele formuen. Hvis formuen vokser med f.eks. 10-15 pct. årlig, vil den permanente virkning af den nye konstellation i det første år efter ligevægt er nået svare til 10-15 pct. af den samlede beholdningstilpasning.

26. Umiddelbart kan det måske være svært at se, hvilke konsekvenser denne omformulering har for Mundell's model. Pengepolitikens muligheder for f.eks. at yde et bidrag til fremtidig finansiering af et underskud på de løbende poster ved en renteændring nu er åbenbart begrænset. Tages der hensyn til *de øgede renteudgifter* til udlandet, som en indenlandsk rentestigning medfører – et element, der desværre ofte ses bort fra i den teoretiske diskussion – er det ikke svært at konstruere realistisk udseende eksempler, hvor en rentestigning i år t forværrer valutaudviklingen fra år $t + 1$ og fremefter: den permanente virkning på kapitalposterne mere end opvejes af forringelsen af rentebalancen blandt de løbende poster, jfr. bl.a. Willett and Forte (1969). I så tilfælde vil anvendelse af Mundell's forskrifter destabilisere valutaudviklingen på længere sigt. Men dette vil ske efter en betydelig indstrømning af kapital og vil derfor næppe volde så store bekymringer.

27. Det er velkendt fra empiriske undersøgelser af efterspørgslen efter kapitalgoder, at der kan være meget betydelige tidsafstande mellem ændringer i renten og andre for investeringerne bestemmende faktorer og den faktiske anskaffelse af kapitalgoderne. Der er imidlertid gode grunde til

at antage, at tilpasningen af faktiske til ønskede beholdninger af finansielle aktiver og passiver er helt anderledes hurtig. Empiriske undersøgelser er typisk kommet til det resultat, at tilpasningen for så vidt angår korte kapitalbevægelser stort set er tilendebragt i løbet af 3 til 6 måneder; mens beholdningerne af langfristede aktiver og passiver i de relativt få tilfælde, hvor de har kunnet udskilles, tilpasses lidt langsommere. Disse hastigheder er gennemsnit for 1960'erne, men meget taler for, at de er blevet øget i løbet af det sidste tiår som følge af den stadige internationalisering af finansielle markeder, således at disse skøn undervurderer de nuværende tilpasningshastigheder. På baggrund heraf er det ikke nogen dristig påstand, at pengepolitikken i form af renteændringer er et nyttigt instrument til at hidføre relativt betydelige ændringer i valutabeholdningerne på kort sigt, mens de lidt mere langsigtede virkninger er af beskeden størrelsesorden og undertiden går i modsat retning af den oprindeligt tilsigtede.

28. Enkelte økonomer har af dette villet drage den konklusion, at når kapitalbevægelserne »kun« er et spørgsmål om en beholdningstilpasning og ikke om en permanent strøm, kunne pengepolitikken anvendelse alligevel i højere grad sættes ind på at bidrage til opnåelse af det indre mål – høj og stabil beskæftigelsesgrad – i modstrid med Mundell's tildeling af opgaver. Dette følger imidlertid ikke. Hvis man f.eks. ønsker fortsatte, betydelige kapitalindstrømninger ville dette kunne opnås, hvis man var rede til at acceptere stadige rentestigninger i forhold til udlandet. Men tværtimod at svække den af Mundell foreslåede arbejdsdeling, forekommer den betydelige tilpasningshastighed umiddelbart at styrke den. Stabiliteten i Mundell's model hviler på en antagelse om, at pengepolitik er i stand til at påvirke den valutariske målsætning relativt kraftigere end finanspolitikken. I »relativt kraftigere« ligger, at pengepolitikken har komparative fordele med hensyn til den styrke, hvormed den bevæger saldoen på betalingsbalancen i retning af den ønskede værdi, og denne styrke afhænger netop i første række af tilpasningshastighederne.

29. Et andet problem er så, om de kapitalbevægelser der fremkommer som resultat af energisk anvendelse af pengepolitikken ikke i de senere år har nået en sådan størrelse, at de virker destabiliserende i andre lande og for det internationale system som helhed. En sådan destabilisering kan fremkomme, hvis de lande, der oplever modgående kapitalbevægelser til dem, der foregår i det initiativtagende land, vælger at træffe systematiske modforholdsregler og dermed indleder en international konkurrence i renteændringer. En anden form for instabilitet kan fremkomme, hvis de betydelige udsving i det initiativtagende lands kapitalposter giver anledning til spekulation i valutakursændringer, jfr. omtalen nedenfor.

Empiriske undersøgelser af kapitalbevægelserne

30. Under alle omstændigheder er det af meget stor betydning at analysere de senere års erfaringer med kapitalbevægelsernes følsomhed over for renteændringer og andre pengepolitiske indgreb. I internationale organisationer som Den internationale Valutafond (IMF) og Organisationen for økonomisk samarbejde og udvikling (OECD), hvor det er en stadigt tilbagevendende opgave at kortlægge kapitalbevægelserne og så vidt muligt at forudse om ikke deres omfang, så i alt fald deres retning, er der i det sidste par år blevet indsat ganske betydelige ressourcer på at analysere, hvad der bestemmer forskellige typer af kapitalbevægelser. Jeg har selv haft lejlighed til i OECD at følge de senere faser af en større økonometrisk undersøgelse af kapitalbevægelserne mellem de store industrilande for årene 1960-69 (Branson og Hill 1971); undersøgelsen har været ledet af professor William Branson fra USA, der også tidligere har ydet væsentlige bidrag til den teoretiske og empiriske forskning på dette område (Branson 1968). De fleste af de følgende bemærkninger refererer til den nævnte undersøgelse, der bygger på den tidligere omtalte model for tilpasning af finansielle beholdninger.

31. Ideelt skulle en undersøgelse af hvad der bestemmer kapitalbevægelserne for at være tilfredsstillende indeholde forsøg på at vurdere indflydelsen fra en række faktorer: størrelsen af de samlede formuer i form af finansielle aktiver og passiver i det pågældende land, ændringer i inden- og udenlandske rentesatser, ændringer i strømme af eksport og import, ændringer i vurderingen af risiko ved forskellige aktiver og passiver og endelig restriktioner på kapitalbevægelser. Denne ønskeseddel opfyldes imidlertid aldrig, fordi der mangler oplysninger om navnlig formuestørrelsen og risikoindikatorer. Kun for USA findes anvendelige *formuetal*, som kan anvendes til forklaring af finansielle strømme ud og ind af USA. For andre lande håber man – selv om det er urealistisk – at der ikke er nogen systematisk tendens til at de finansielle mellemværenders størrelse relativt til formuen ændrer sig med formuen; en mere realistisk antagelse ville være at antage at denne relative størrelse var voksende. Der kan næppe være tvivl om, at væksten i de internationale finansielle bruttomellemværender har været hurtigere end i nationale bankindsud, obligationer m.v., om end årsagerne hertil måske nok mere er af strukturel art – fornyelse af de typer af finansielle aktiver og lånemuligheder, der står til rådighed som Mutual Funds og Eurocurrency-markedet – end direkte forbundet med formue- og indkomstudviklingen. Allerede gennem denne manglende hensyntagen til strukturændringer kommer der nødvendigvis en vis skævhed ind i undersøgelserne.

32. Hensyntagen til ændringer i subjektive *risikovurderinger* må også ifølge sagens natur blive meget ufuldstændige. I analysen af finansielle institutioners placeringer i forskellige typer af indenlandske finansielle aktiver er det i en række empiriske undersøgelser med et vist held forsøgt at repræsentere udviklingen i disse subjektive vurderinger ved variabiliteten i en kortere periode inden observationstidspunktet i kapitalværdien af de vigtigste finansielle aktiver, eksempelvis udtrykt ved obligations- og/eller aktiekurser, jfr. Grubel (1968). Den væsentligste risiko, man ikke kan frigøre sig fra ved finansielle placeringer inden for et enkelt lands grænser, er risikoen for svingninger i den samlede økonomiske aktivitet og i prisforventningerne. Aktivitetssvingninger er endnu så lidt synkroniserede mellem de enkelte industrilande, at en spredning af finansielle placeringer ville have givet en væsentlig større sikkerhed for stabilitet end rent nationale placeringer. Mindst én rimelig vellykket undersøgelse af langfristede finansielle placeringer, jfr. Miller og von Neumann Whitman (1970) har som et alternativt udtryk for ændringer i risikovurderingen simpelthen anvendt afvigelser mellem den faktiske stigning i den realøkonomiske aktivitet og en »normal« stigningstakt. Tankegangen er her den, at når et økonomisk opsving er i gang i indlandet bliver valutaindlændingenes efterspørgsel efter udenlandske finansielle aktiver alt andet lige formindsket; deres vurdering af den relative risiko af indenlandske og udenlandske investeringer undergår således stadige forandringer. En sådan faktor synes i alt fald at have spillet en rolle i bestemmelsen af kapitalbevægelserne mellem USA og andre lande i 1950'erne og 1960'erne.

33. Særlige problemer opstår i perioder, hvor internationale placeringer vurderes i lyset af risiko for *ændringer i valutakurserne*. Hvor der er tale om kortsigtede placeringer eller låntagning, og hvor der findes et veludviklet terminsmarked, kan der være rimelighed i at betragte ikke ændringer i de relative rentesatser, men i disse korrigeret for kurssikringsomkostningerne. I andre tilfælde slår dette tydeligvis ikke til, f.eks. i enkelte kvartaler under spekulatjonen i en devaluering af sterling i 1964 og 1967 eller under spekulatjonen i revaluering af D-marken i 1969. OECD-undersøgelsen har valgt den lettere, men i princippet vilkårlige og utilfredsstillende udvej simpelthen at udskyde kvartaler med sådan kraftig spekulativ aktivitet.

34. Ændringer i de samlede strømme af *eksport og import* er af betydning for den væsentlige komponent i de internationale kapitalbevægelser, som udgøres af *handelskreditter*. I lande, hvor renteniveauet har været ekstremt i forhold til andre landes eller hvor restriktioner på kapitalbevægelserne har sat snævre grænser for udsving i handelskreditterne, kan bevægelserne i disse stort set forklares alene ved hjælp af handelsstrømmene. Et eksempel

på det første har man i de danske erfaringer i en længere periode op til foråret 1969, og et eksempel på det sidste kan måske mest nærliggende findes i Japan.

35. Hvad endelig angår *rentesatserne*, kan der åbenbart være stor tvivl om, hvilke der kan siges at være mest repræsentative for bestemte typer af kapitaltransaktioner. Her tilbagestår utvivlsomt et betydeligt arbejde både med at tage systematiske hensyn til indirekte omkostninger, især kommissioner på lånetransaktioner, og med at følge strukturændringer på det internationale lånemarked, som eksempelvis har gjort det urimeligt at anvende samme rentesatser som udtryk for renteforskellen mellem USA og UK igennem hele ti-året. Her har fremkomsten af *Eurodollarmarkedet* gjort problemerne noget enklere, og ikke overraskende trækker 3-måneders indlånsrenten på Eurodollarmarkedet et betydeligt læs i forklaringen af de korte kapitalbevægelser i Branson's som i næsten alle nyere undersøgelser. Når den korte rente stiger i USA, har Eurodollarrenten normalt vist parallelle bevægelser, hvorved indstrømningen til USA (og udstrømningen fra Europa og Japan) automatisk er blevet delvis bremset. Også enkelte andre landes indre forhold har imidlertid øvet indflydelse på Eurodollarrenten, hvilket bl.a. kan ses deraf, at en stigning i denne typisk har været ledsaget af en nettoindstrømning af kapital til UK og Tyskland, medens Italien, Japan og de mindre OECD-lande typisk har oplevet en nettoudstrømning. For Canada og Frankrig er sammehængen med Eurodollarrentens bevægelser insignifikant.

36. I de fleste lande giver bevægelser i rentesatserne kun ufuldstændigt udtryk for forskydning i balancerne mellem udbud og efterspørgsel på finansielle markeder. *Trægheden i rentetilpasningen og kreditrationering* er væsentlige momenter i forklaringen af markedet for banklån i de fleste lande, omend vanskelighederne ved at finde brugbare kvantitative udtryk herfor er betydelige. I OECD-undersøgelsen er der med et vist held anvendt supplerende pengepolitiske indikatorer i form af omløbshastigheder og/eller kreditrationeringsindeks; tankegangen er her den, at hvis en indenlandsk kreditstramning efterlader indenlandske finansielle markeder i en tilstand af overefterspørgsel, vil en del af denne efterspørgsel rette sig mod udenlandske långivere. Det er en reaktion, som ikke er ukendt her i landet, at større ikke-finansielle låntagere direkte optager lån i udlandet med eller uden medvirken fra deres indenlandske bankforbindelse; særlig tydeligt har denne proces kunnet iagttages i Tyskland i 1970.

37. Kun for USA har det på tilfredsstillende måde været muligt at opdele kapitalbevægelserne i nogenlunde homogene kategorier efter mellemværen-

dernes løbetid og at anvende bruttotal for ændringer i aktiver og passiver. Derfor giver undersøgelsen i første række svar på, hvorledes ændringer i USA's rentesatser og pengepolitik i forhold til rentesatser og pengepolitik i Canada, Japan og Vesteuropa påvirker kapitalbevægelserne mellem disse lande. Eftersom det er i disse forskydninger man under alle omstændigheder må vente at finde den væsentligste forklaring på kapitalbevægelserne i 1960'erne – navnlig har renteforskellene mellem USA og Vesteuropa været både betydelige og varierende – er det måske en mindre svaghed, end man umiddelbart skulle tro. Undersøgelsen gør det muligt at vurdere den gennemsnitlige virkning af f.eks. en 1-pct. stigning i Treasury Bill-renten i USA med alle andre rentesatser konstante – bortset fra Eurodollarrenten og den canadiske korte rente, som ifølge den ovenfor angivne forklaring har vist tendenser til at følge svingningerne i de korte amerikanske rentesatser.

Tabel 1. Virkningerne af en stigning i rentesatserne i USA på 1 pct. og stigning i omløbshastigheden på 0,1

Variabel	Indstrømning	Land	Udstrømning fra
	til USA (\$ mill.)		(\$ mill.)
Treasury Bill rentesats ..	1 470	UK	570
		Italien	390
		Japan	260
		Tyskland	120
		Andre OECD-lande	130
Rentesats på statsobligationer	980	Tyskland	550
		Canada	430
Omløbshastighed og kreditrationeringsindeks .	690	Ikke-OECD-lande	690
I alt	3 140	I alt	3 140

Fordeling af samlet udstrømning:

Land	(\$ mill.)
UK	570
Canada	430
Tyskland	670
Italien	390
Japan	260
Andre OECD-lande	150
Ikke OECD-lande	730
I alt	3 140

Anm.: Det antages, at Eurodollarrenten stiger i takt med Treasury Bill-renten, hvilket har betydning for skønnene over udstrømningen fra Italien, Japan og »andre OECD-lande«.

Kilde: Branson og Hill (1971, p. 47).

Tages der hensyn til denne indirekte virkning for de lande, hvor den har kunnet konstateres, får man bl.a. de resultater, der er vist i tabel 1.

38. I henhold hertil har en stigning i den amerikanske *Treasury Bill*-rente alt andet lige i 1960'erne medført en gennemsnitlig indstrømning, i betydningen af beholdningstilpasning, på ca. halvanden milliard dollars. Tilpasningen har som allerede nævnt typisk været 3 til 6 måneder. Modstykket hertil har været en udstømning fra andre lande fordelt på UK, Italien og Japan i nævnte rækkefølge. Canada optræder ikke her, fordi den canadiske korte rente typisk er blevet tilpasset til den amerikanske. En stigning i *den lange rente* på 1 pct. i USA har i gennemsnit ført til en indstrømning på en milliard; her fordeler den modsvarende udstømning sig omtrent ligeligt på Canada og Tyskland. Endelig har en beskeden stigning i andre indikatorer for pengepolitisk stramning i USA – omløbshastighed og kreditrationeringsgrad – typisk ført til en indstrømning på \$ 700 mill., men her har det ikke været muligt p.g.a. den grovere opbygning af relationerne at konstatere, fra hvilke andre OECD-lande disse kapitalbevægelser er udgået; de er derfor vilkårligt henført til »ikke OECD-lande«.

39. Ændres USA's monetære situation i alle de nævnte dimensioner, skulle der således i alt fremkomme en tilpasning i USA's finansielle nettomellemværender med den øvrige verden på godt *tre milliarder dollars*. Den nederste halvdel af Tabel 1 giver et indtryk af sårbarheden i andre lande over for en sådan amerikansk pengepolitisk »offensiv«. Det bør endnu engang gentages, at resultaterne repræsenterer de gennemsnitlige erfaringer fra perioden 1960-69, og at forsøg på at anvende dem til forudsigelser for 1970 førte til en betydelig undervurdering af kapitaludstrømningen fra USA. Dette kan måske ikke undre på baggrund af de voldsomme forskydninger i relative rentesatser i denne periode og den betydningsfulde strukturændring, som fjernelsen af maksimalrentesatsen for tidsindsud i amerikanske banker (Regulation Q) repræsenterede. Inden for observationsperioden forklarer relationerne fra 60 til godt 80 pct. af variationerne i de fem hovedtyper af kapitalbevægelser, i hvilke det har været muligt at opdele USA's kapitalbalance. Også udstømningen i 1971 har været af et større omfang end hvad der kan forklares i lyset af 1960'ernes erfaringer.

40. For de øvrige større OECD-lande er forklaringsgraden af samme størrelsesorden, men sammenblandingen af korte og lange kapitalbevægelser er utilfredsstillende. Det er også sværere her at opretholde forudsætningen om, at nationale pengepolitiske beslutninger træffes uafhængigt af kapitalbevægelserne ind og ud af det pågældende land; ikke sjældent har årsags-

sammenhængen været den modsatte. Med disse forbehold kan det være nyttigt at se på et par af resultaterne. Generelt er de, som det var at vente, noget svagere for lande med mange og varierende kapitalrestriktioner som Frankrig og Japan. Det er dog værd at bemærke, at der selv i *Japan* gennem den begrænsede mulighed for variation af handelskreditterne, som de japanske valutabestemmelser tillader, er tegn på nogen følsomhed over for variationer i såvel indenlandske rentesatser som amerikanske og Eurodollarrenten.

41. Relationerne for *Tyskland* er måske af særlig interesse, fordi de tyske restriktioner har været blandt de mildeste i 1960'erne. Det er i Tyskland, at dilemmaet mellem interne og eksterne hensyn har vist sig i sin stærkeste form. I realiteten har det ikke været muligt at fastholde en pengepolitisk stramning i de fire-fem perioder, hvor dette har været forsøgt; sådanne forsøg er meget hurtigt blevet undermineret af betydelige indstrømninger af kapital – i 1969 og 1970 af en sådan størrelsesorden, at de var en meget væsentlig faktor i beslutningerne om at lade markkursen flyde. Disse erfaringer er de klareste eksempler på de destabiliserende virkninger af internationale kapitalbevægelser; for at undgå at få resultaterne influeret af kraftige spekulative bevægelser, er de fleste beregninger begrænset til 1960-68. I det tyske tilfælde nåede de et sådant omfang, at de ganske overskyggede udviklingen på de løbende poster; og den stærke vækst i de tyske valutabeholdninger fremkaldte voldsomme forventninger om en revaluering. Det er tydeligt, at kapitalbevægelsernes følsomhed over for ændringen i det indenlandske renteniveau synes at have været mere udtalt end i andre lande. Måske noget overraskende er det især de længere rentesatser, såvel i Tyskland som i USA, der har øvet kraftig indflydelse, men også virkningen af ændringer i den tyske pengemarkedsrentesats og i Treasury Bill-renten i New York er gennemgående signifikant. Endelig har en stigning i Eurodollarrenten, som allerede nævnt, en vis, omend relativ svag, tendens til at optræde sammen med en kapitalindstrømning. Bl.a. som følge heraf er Tyskland et af de lande, der har set valutareserverne vokse under parallelle opadgående bevægelser i renteniveauet i de førende lande igennem 1960'erne.

42. Supplerende oplysninger om vanskeligheder, som de tyske pengepolitiske myndigheder har stået overfor i 1960'erne, foreligger i en endnu upubliceret undersøgelse foretaget inden for IMF, jfr. Porter (1971). Denne undersøgelse vurderer ved hjælp af månedsdata for årene 1963-70 virkningen på kapitalbevægelserne af ændringer i det væsentligste instrument, der har været taget i anvendelse i 1960'erne, nemlig ændringer i kravene til banksystemets kasse. Det viser sig her, at omkring 80-85 pct. af den likviditetspåvirkning, som Deutsche Bundesbank har tilsigtet gennem disse

variationer i kassekravene, er blevet neutraliseret gennem kapitalbevægelser som i de seneste år især har taget form af tyske virksomheders direkte lånoptagelser i udlandet; de tyske myndigheder har for nylig gennemført en lovgivning om særlige deponeringskrav for i fremtiden mere automatisk at kunne neutralisere sådanne transaktioner. Det er forståeligt, at man således ønsker at udvide arsenalet, for det synes en rimelig konklusion, at de tyske pengepolitiske myndigheder har opnået meget lidt intern stabilisering for en høj pris i form af voldsomme internationale kapitalbevægelser.

43. Også for *UK* har spekulative kapitalbevægelser i perioder antaget et betydeligt omfang. I Branson's undersøgelse er der set bort fra andet halvår 1967 omkring devalueringen og fra to andre tidligere kvartaler, hvor udstrømningen nåede over 1 mia \$. For de tilbageværende 36 kvartaler kan ca. 80 pct. af kapitalbevægelserne forklares ved hjælp af varebalancen, ændringer i de korte rentesatser i USA, UK og på Eurodollarmarkedet samt kurssikringsomkostningerne. Hodjera (1971) har suppleret denne undersøgelse med en separat analyse af de korte kapitalbevægelser; kvartalstal herfor foreligger siden begyndelsen af 1963. Hodjera forsøger at repræsentere spekulative overvejelser ved handelsbalancen i foregående kvartal. Det er velkendt, at den store opmærksomhed omkring udviklingen i handelsbalancen – til dels fremkaldt af de britiske myndigheders egne ihærdige kommentarer og undertiden bortforklaringer – påvirkede sterlingkursen og kapitalbevægelsernes omfang i visse perioder. Umiddelbart fører en merimport til kapitalimport ligesom i Branson's undersøgelse; men i det følgende kvartal mere end opvejes denne virkning, således at et handelsbalanceunderskud netto har ført til kapitaludstrømning. Hodjera disaggregerer endvidere de korte kapitalbevægelser i tre grupper, men resultaterne kan ikke siges at blive bedre herved.

44. For *Italien* har Branson i sin undersøgelse anlagt en mere realøkonomisk synsvinkel end for de andre større OECD-lande. Den italienske betalingsbalance har i 1960'erne været præget af en stærk position på de løbende poster – dog afbrudt af et tilbageslag i 1963-64 – og en betydelig og varierende kapitaleksport. De indenlandske rentesatser har været meget stabile, især i anden halvdel af 1960'erne. Bortset fra ændringer i udenlandske rentesatser, især Eurodollarrenten, kommer det væsentligste bidrag til en forklaring af kapitalbevægelserne fra en indikator for afvigelser fra fuld kapacitetsudnyttelse. Jo større afstanden mellem faktisk og potentielt bruttonationalprodukt, desto større kapitaludstrømning – en synsvinkel, der minder om den, der har været anlagt på visse udviklingslandes problemer med at fastholde den indenlandske opsparing inden for landets grænser. Det

ville dog være ønskeligt at udbygge den italienske model med hensyntagen til den indenlandske pengepolitik, herunder især den meget vidtdrevne stabilisering af obligationskurserne i 1966-69, efter retningslinier antydte i en afhandling af Fazio og Savona (1971).

Sammenfatning og fremtidige perspektiver

45. Hvad kan vi lære af disse mange, stort set sammenfaldende vidnesbyrd om den store mobilitet på det internationale kapitalmarked? Det forekommer mig, at den kvantitative information, som undersøgelserne viderebringer, trods den usikkerhed der knytter sig til resultaterne, er værdifuld både for det enkelte lands myndigheder og for indretningen af det fremtidige internationale monetære samarbejde, herunder navnlig de mekanismer, der kan tænkes taget i anvendelse ved skabelsen og fordelingen af international likviditet.

46. Det første punkt er formentlig indlysende. Det er af den største betydning for de pengepolitiske myndigheder at kunne forudsige i store træk, hvorledes indenlandske renteændringer påvirker kapitalbevægelserne under bestemte forudsætninger om renteutviklingen andetsteds. Det gælder også i lande, hvor der er omfattende kapitalrestriktioner, for selv her vil udsving i handelskreditterne, leads and lags, inden for de rammer, som valuta-bestemmelserne sætter, være store nok til at berede betydelige overraskelser. Man må på baggrund af de fundne store tilpasningshastigheder i de internationale finansielle transaktioner kunne fastslå, at det er blevet mere vigtigt for centralbankerne i alle lande med tilnærmelsesvis markedsdirigeret økonomi – med undtagelse måske af USA – at kunne vurdere virkningen af deres pengepolitiske indgreb på kapitalbevægelserne end på den indenlandske aktivitet. De sidstnævnte virkninger har åbenbart en stærkt hypotetisk karakter, sålænge man ikke har nogenlunde klare forestillinger om størrelsesordenen af den neutralisering af indgrebene, som kan ventes fra kapitalbevægelserne.

47. Implikationerne for det internationale samarbejde er mere komplicerede, i alt fald når man tager i betragtning, at en bevægelse til en af idealtilstandene: enten fuld koordination af de enkelte landes pengepolitik eller genskabelse af national pengepolitisk handlefrihed gennem tilstrækkeligt fleksible valutakurser er usandsynlig. Hvad kan man sige om den næstbedste eller tredjebedste løsning ud over det banale, at en vis international overvågen af de enkelte landes anvendelse af de pengepolitiske instrumenter vil være påkrævet?

48. Hvis man ikke kan skimte en egentlig institutionalisering af et sådant samarbejde, kunne man dog let forestille sig visse forbedringer af det hidtidige system. Selv om den væsentligste årsag til den nuværende krise i det internationale monetære samarbejde er at finde i reelle forhold – i en tendens til forringelse af U.S.A.'s løbende betalingsbalance, som nu ud fra enhver definition længe har været i fundamental uligevægt – er krisen alvorligt forværret af de internationale kapitalbevægelser. I en længere årrække har disse kapitalbevægelser domineret ændringerne i de større landes valutastilling og gjort det vanskeligt for det internationale valuta-system at opfylde det formål, som det var tiltænkt ved Bretton Woods aftalerne, nemlig at tjene til udligning af midlertidig uligevægt i de enkelte landes løbende betalingsbalance. Maskineriet i IMF er for tungt og Fondens ressourcer for begrænsede til at spille en central rolle ved omfordelingen af de voldsomme likviditetsforskydninger, som kapitalbevægelser skaber. Disse forskydninger har i de sidste 2-3 år nået en sådan størrelse, at selv en »fundamental uligevægt« på U.S.A.'s løbende balance ganske drukner. Under disse omstændigheder er IMF's muligheder for at opfylde sin tiltænkte rolle som fødselshjælper ved tilpasningen gradvis gledet i baggrunden.

49. For at afhjælpe det bestående systems svagheder er det blevet udbygget med et net af supplerende, oftest bilaterale, aftaler mellem centralbankerne om gensidig kort kredit, de såkaldte *swap-aftaler*. Hvor nyttige disse end har været, har de dog kun ufuldstændigt kunnet dække det voksende ønske om udjævning af den internationale likviditet: for det *første* har aftalerne typisk haft et for kort sigte til at dække den uligevægtsperiode, der har været karakteristisk for ukoordinerede cykliske bevægelser i de større landes monetære situation – måske typisk mellem 1 og 2 år, medens swap-aftalerne sædvanligvis har været (fornyelige) arrangementer for 3 til 6 måneder. For det *andet* har der trods den betydelig automatik i indgåelse og fornyelse af aftalerne til stadighed været et diskretionært element i dem, der gjorde mulige eferspørgere nervøse. Især på baggrund af disse egenskaber ved det nuværende system har der bredt sig forestillinger om et behov for international likviditet, der utvivlsomt er langt større end det, som kan imødekommes fremover uden risiko for i fremtiden at give det internationale valutasamarbejde en kraftig inflationær drejning. Disse forståelige, men i et rationelt internationalt samarbejde overflødig store ønsker om international likviditet er blevet en hovedårsag til den hårdknude, i hvilken diskussionen om betalingsbalancetilpasning nu befinder sig. De enkelte landes opsummerede ønsker er under alle omstændigheder næppe opfyldelige i en fremtid, hvor man ikke har de amerikanske betalingsbalanceunderskud som hovedkilden til likviditet.

50. Behovet for international likviditet ville tage sig langt mindre voldsomt ud, hvis man kunne nå til enighed blandt de større industrilande om en på nogenlunde præcise kriterier baseret automatisk korrektion, af uønskede kapitalbevægelser. Hvis de enkelte landes myndigheder kunne nære tillid til, at størstedelen af de kapitalbevægelser, som den fortsat mangelfulde internationale koordination af pengepolitikken giver anledning til måned for måned ville blive finansieret af automatiske internationale kreditter i stedet for enten swap-aftaler eller fluktuationer i deres egne valutaeserver, ville der være sket et meget stort fremskridt i retning af en konstruktiv international valutareform.

51. Udarbejdelsen af de nævnte kriterier til sikring af systemets automatik måtte bestå i en videreførelse og forbedring af undersøgelserne af den type, som jeg oven for har refereret, til det punkt, hvor de kunne danne et anvendeligt udgangspunkt. Et betydeligt fremskridt under den nuværende krise omkring tilpasningen af USA's løbende balance har det været, at man i OECD og IMF, hvor man har haft til opgave at tilvejebringe et talmæssigt acceptabelt grundlag for vurderingen af USA's betalingsbalanceuligevægt, er gået bagved de aktuelle, observerede tal til det man kalder *cyclically adjusted balances*, d.v.s. de løbende indtægter og udgifter korri-geret for cykliske faktorer i form af afvigelser mellem den faktiske efterspørgsel i indland og udland og en »normal«, konjunkturmæssigt neutral tilstand. Forslaget her er at anlægge en tilsvarende betragtning på kapitalposterne, således at det cykliske element, fremkaldt af at pengepolitikken i indland og udland er ude af fase, skulle kvalificere for *recycling*, neutralisering gennem internationale kreditter.

52. Man skal ikke nære illusioner om, at det vil være en let opgave at overbevise de implicerede lande om, at undersøgelserne af kapitalbevægelserne har nået et sådant stade, at de kan danne grundlag for internationale kreditarrangementer af den rækkevidde, der her er skitseret. Rent bortset fra at de enkelte lande vil have en taktisk interesse i at bortforklare, evt. overdrive, størrelsen af visse kapitalbevægelser, har der aldrig været nogen større villighed til at acceptere regler af halvautomatisk karakter blandt nationale, endsige internationale pengepolitiske myndigheder. Men hvis man anerkender, at den voldsomme kapitalmobilitet er en trussel mod en fornuftig indretning af det fremtidige valutasamarbejde, og at mere pålidelige muligheder for recycling er et vigtigt moment til at reducere denne mobilitet, er det umuligt at komme uden om at diskutere kapitalbevægelsernes bestemmelse efter nogenlunde det mønster jeg har omtalt. Både grundlaget og behovet for forskning på dette område er efter min mening klart til at retfærdiggøre en betydelig forskningsindsats såvel på det stærkt aggregerede

niveau som i studiet af enkelte låntageres og långiveres adfærd. Der er næppe mange områder inden for anvendt økonomi, hvor de potentielle konsekvenser af forbedret viden er mere vidtrækkende.

LITTERATUR

- Branson, William H. 1968. *Financial capital flows in the U.S. balance of payments*. Amsterdam.
- Branson, William H. og Raymond D. Hill, Jr. 1971. *Capital movements in the OECD area: An econometric analysis*. OECD Economic Outlook Occasional Studies, December 1971. Paris.
- Bryant, Ralph C. og Patric H. Hendershott. 1970. *Financial capital flows in the balance of payments of the United States: An exploratory empirical study*. Princeton Studies in International Finance, nr. 25. Princeton.
- Cooper, Richard N. 1969. Macro-economic policy adjustment in interdependent economies. *Quarterly Journal of Economics* 83 : 1-24.
- Fazio, Antonio og Paolo Savona. 1971. Pegging of long-term rate, inflation and the control of credit supply in an open economy. Preliminary Draft for Second Konstanz Seminar, 24th-26th June 1971.
- Grubel, Herbert G. 1968. Internationally diversified portfolios: Welfare gains and capital flows. *American Economic Review* 58: 1299-1314.
- Hodjera, Zoran. 1971. Short-term capital movements of the United Kingdom, 1963-1967. *Journal of Political Economy* 79: 739-75.
- Iversen, Carl. 1935. *Aspects of the theory of international capital movements*. London.
- Miller, Norman C. og Marina v. N. Whitman. 1970. A mean-variance analysis of United States long-term portfolio foreign investment. *Quarterly Journal of Economics* 84: 175-96.
- Mundell, Robert A. 1968. *International economics*. New York.
- 1971. *The dollar and the policy mix: 1971*. Essays in International Finance, nr. 85. Princeton.
- Neumann Whitman, Marina von. 1970. *Policies for internal and external balance*. Special Papers in International Economics, nr. 9. Princeton.
- Polak, J. J. 1957. Monetary analysis of income formation and payments problems. *IMF Staff Papers* 6: 1-50.
- Polak, J. J. og Victor Argy, 1971. Credit policy and the balance of payments. *IMF Staff Papers* 18 : 1-24.
- Porter, Michael. 1971. *Monetary policy and capital flows: The experience of the Federal Republic of Germany, 1963-70*. Upubliceret. International Monetary Fund, Washington.
- Willett, Thomas og Francesco Forte. 1969. Interest rate policy and external balance. *Quarterly Journal of Economics* 83: 242-62.

niveau som i studiet af enkelte låntageres og långiveres adfærd. Der er næppe mange områder inden for anvendt økonomi, hvor de potentielle konsekvenser af forbedret viden er mere vidtrækkende.

LITTERATUR

- Branson, William H. 1968. *Financial capital flows in the U.S. balance of payments*. Amsterdam.
- Branson, William H. og Raymond D. Hill, Jr. 1971. *Capital movements in the OECD area: An econometric analysis*. OECD Economic Outlook Occasional Studies, December 1971. Paris.
- Bryant, Ralph C. og Patric H. Hendershott. 1970. *Financial capital flows in the balance of payments of the United States: An exploratory empirical study*. Princeton Studies in International Finance, nr. 25. Princeton.
- Cooper, Richard N. 1969. Macro-economic policy adjustment in interdependent economies. *Quarterly Journal of Economics* 83 : 1-24.
- Fazio, Antonio og Paolo Savona. 1971. Pegging of long-term rate, inflation and the control of credit supply in an open economy. Preliminary Draft for Second Konstanz Seminar, 24th-26th June 1971.
- Grubel, Herbert G. 1968. Internationally diversified portfolios: Welfare gains and capital flows. *American Economic Review* 58: 1299-1314.
- Hodjera, Zoran. 1971. Short-term capital movements of the United Kingdom, 1963-1967. *Journal of Political Economy* 79: 739-75.
- Iversen, Carl. 1935. *Aspects of the theory of international capital movements*. London.
- Miller, Norman C. og Marina v. N. Whitman. 1970. A mean-variance analysis of United States long-term portfolio foreign investment. *Quarterly Journal of Economics* 84: 175-96.
- Mundell, Robert A. 1968. *International economics*. New York.
- 1971. *The dollar and the policy mix: 1971*. Essays in International Finance, nr. 85. Princeton.
- Neumann Whitman, Marina von. 1970. *Policies for internal and external balance*. Special Papers in International Economics, nr. 9. Princeton.
- Polak, J. J. 1957. Monetary analysis of income formation and payments problems. *IMF Staff Papers* 6: 1-50.
- Polak, J. J. og Victor Argy, 1971. Credit policy and the balance of payments. *IMF Staff Papers* 18 : 1-24.
- Porter, Michael. 1971. *Monetary policy and capital flows: The experience of the Federal Republic of Germany, 1963-70*. Upubliceret. International Monetary Fund, Washington.
- Willett, Thomas og Francesco Forte. 1969. Interest rate policy and external balance. *Quarterly Journal of Economics* 83: 242-62.