

Pengepolitikens virkninger og tilrettelæggelse

Niels Thygesen

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY. The article surveys some major conclusions from a series of studies of monetary policy in six large OECD-countries (France, Germany, Italy, Japan, UK and US), recently published by the OECD. The overall effects of typical changes in monetary policy instruments in phases of active policy during 1960-72 appear to have been very considerable, particularly in Japan, US and Germany. But the composition of these effects on the major components of demand is strikingly different. Trends since 1960 in the use and design of instruments are reviewed. While a tendency towards greater reliance on the price mechanism is detectable, four of the countries studied have found it impossible to dispense with ceilings on bank lending.

Behovet for sammenlignende undersøgelser af pengepolitikken

1. I forsøgene på at føre en aktiv stabiliseringspolitik har anvendelsen af pengepolitiske instrumenter spillet en fremtrædende rolle i de fleste industrialiserede lande. Den væsentligste årsag hertil har været en voksende tillid til, at pengepolitikken har mærkbare virkninger på den samlede efterspørgsel og dermed på beskæftigelsen og inflationstakten; i denne henseende har opfattelsen i centralbankerne udviklet sig ret parallelt med den teoretiske og empiriske forskning. En anden væsentlig årsag har været den langsomme beslutningsprocedure, der har kendetegnet alternative finanspolitiske initiativer – USA frembyder i 1962-64 og 1967-68 særligt klare illustrationer herpå – og de stærke bindinger, der har

Artiklen er baseret på et foredrag holdt på Sandbjerg Slot den 27. september 1974. Jeg er deltagerne i diskussionen taknemmelig for mange afklarende spørgsmål. Jeg er kolleger på OECD, især Kumiharu Shigehara, nu Japans centralbank, taknemmelig for et godt samarbejde ved gennemførelsen af den undersøgelse, som artiklen refererer. Artiklens synspunkter er ikke nødvendigvis sammenfaldende med OECD's.

Pengepolitikens virkninger og tilrettelæggelse

Niels Thygesen

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY. The article surveys some major conclusions from a series of studies of monetary policy in six large OECD-countries (France, Germany, Italy, Japan, UK and US), recently published by the OECD. The overall effects of typical changes in monetary policy instruments in phases of active policy during 1960-72 appear to have been very considerable, particularly in Japan, US and Germany. But the composition of these effects on the major components of demand is strikingly different. Trends since 1960 in the use and design of instruments are reviewed. While a tendency towards greater reliance on the price mechanism is detectable, four of the countries studied have found it impossible to dispense with ceilings on bank lending.

Behovet for sammenlignende undersøgelser af pengepolitikken

1. I forsøgene på at føre en aktiv stabiliseringspolitik har anvendelsen af pengepolitiske instrumenter spillet en fremtrædende rolle i de fleste industrialiserede lande. Den væsentligste årsag hertil har været en voksende tillid til, at pengepolitikken har mærkbare virkninger på den samlede efterspørgsel og dermed på beskæftigelsen og inflationstakten; i denne henseende har opfattelsen i centralbankerne udviklet sig ret parallelt med den teoretiske og empiriske forskning. En anden væsentlig årsag har været den langsomme beslutningsprocedure, der har kendetegnet alternative finanspolitiske initiativer – USA frembyder i 1962-64 og 1967-68 særligt klare illustrationer herpå – og de stærke bindinger, der har

Artiklen er baseret på et foredrag holdt på Sandbjerg Slot den 27. september 1974. Jeg er deltagerne i diskussionen taknemmelig for mange afklarende spørgsmål. Jeg er kolleger på OECD, især Kumiharu Shigehara, nu Japans centralbank, taknemmelig for et godt samarbejde ved gennemførelsen af den undersøgelse, som artiklen refererer. Artiklens synspunkter er ikke nødvendigvis sammenfaldende med OECD's.

vanskeliggjort anvendelsen af valutakursændringer og direkte indgreb i pris- og løndannelsen.

2. Den stigende anvendelse af pengepolitik igennem 1960'erne skabte imidlertid internationale komplikationer. Ændringer i relative rentesatser og i andre mulige indikatorer for pengeforholdene mellem lande med nært finansielt samkvem fremkalder kapitalbevægelser og tendenser til ændringer i valutastilling, der måske er acceptable eller endog tilsigtede for det initiativtagende land, men sjældent for andre. I alt fald i et internationalt system, hvor valutakurserne ikke er frit bevægelige, kræver aktiv anvendelse af pengepolitik et mindstemål af international koordination.

3. Det var på denne baggrund, at OECD's komité for økonomisk politik omkring årsskiftet 1969/70 vedtog at anmode OECD sekretariatet om at gennemføre en undersøgelse af pengepolitikens virkemåde i de seks største medlemslande: Frankrig, Italien, Japan, Tyskland, UK og USA. 1969 var i særlig grad præget af ukoordineret anvendelse af pengepolitik; i USA havde Federal Reserve bremsset hårdt op, mens pengepolitikken i Europa endnu var passiv og i visse tilfælde – man kan bl. a. erindre om Danmark – ekspansiv. Overgangsvis vendte kapitaludstrømningen fra USA, og flere europæiske lande oplevede et fald i valutareserverne, der pressede dem til en mere restriktiv pengepolitisk linie, end den indre efterspørgsel tilsagde. Der var tydeligvis behov for bedre gensidig information og koordination. Var fordelene for det enkelte land ved aktiv anvendelse af pengepolitik tilstrækkelige til at retfærdiggøre ulemperne for andre lande? Dette var selvsagt det centrale spørgsmål for et organ, der havde til opgave at vurdere og om muligt koordinere økonomisk politik i de førende industrilande.

4. Undersøgelsen fik tillige det enklere og mindre kontroversielle sigte at gøre kommunikationen mellem repræsentanterne for de enkelte landes pengepolitiske myndigheder noget lettere. Ændringer i tilsyneladende veldefinerede pengepolitiske instrumenter som diskontoen, bankernes ubelånte reserver og den tilladte stigningstakt i bankernes udlån har ikke ens virkninger i to lande med forskellig institutionel struktur på de finansielle markeder; forsøg på harmonisering af niveauet for sådanne instrumenter har følgelig ikke megen mening. Harmonisering af stigningstakten i pengeforsyningen rammes, i alt fald på kortere sigt, af samme indvending. Det er kort sagt en nødvendig forudsætning for en meningsfuld diskussion omkring international koordination af pengepolitik, at der er et sådant gensidigt kendskab til forholdene i andre lande, at deltagerne kan skære

gennem forskelle i terminologi og i institutionelle forhold til en vurdering af den virkelige betydning af pengepolitiske initiativer i andre lande.

5. Det kan forekomme ejendommeligt, at en beskrivelse af hovedtrækkene i de processer, som igangsættes af typiske pengepolitiske indgreb ikke forelå. Man havde på den ene side stærkt detaljerede rapporter om det pengepolitiske arsenal i USA og de oprindelige seks EF-lande, men disse indeholdt ikke egentlige vurderinger af virkningerne. De var heller ikke til stor hjælp ved at skære gennem terminologiske forskelle, da de var udarbejdet rent nationalt. På den anden side forelå der en række forskningsresultater for de enkelte lande i tidsskriftartikler og monografier; men disse resultater var vanskeligt tilgængelige og sammenlignelige og tog sjældent tilstrækkeligt hensyn til institutionelle forhold til at sikre troværdighed hos det pågældende lands egne pengepolitiske myndigheder. Der syntes derfor at være brug for sammenlignende undersøgelser, hvor de enkelte landes pengepolitiske erfaringer blev beskrevet i den mere lettilgængelige og mindre defensive form, som en udenforstående nødvendigvis må anlægge.

OECD-undersøgelsens tilrettelæggelse og metoder

6. Undersøgelsen kom igang i sommeren 1970 og strakte sig over 4 år. Man begyndte med Tyskland, og landerapporter er mellem slutningen af 1972 og efteråret 1974 udkommet i *OECD Monetary Studies Series* om Japan, Italien, Tyskland, USA og Frankrig. Især af ressourcemæssige årsager viste det sig ikke muligt at færdiggøre et separat bind om UK, men materiale om de britiske erfaringer både før og efter den pengepolitiske reform af 1971 er indgået i den afsluttende, sammenfattende rapport, der færdiggjordes i september 1974 og vil blive offentliggjort i foråret 1975¹. De følgende bemærkninger forsøger at give et overblik over enkelte hovedkonklusioner i den sidstnævnte rapport.

7. Arbejdet med undersøgelsen er blevet udført i OECD's Monetary Division bistået af midlertidigt tilknyttede konsulenter. Dele af konsulenternes indsats er blevet offentliggjort separat i *OECD Economic Outlook Occasional Studies* og andetsteds; det drejer sig om delprojekter med et betydeligere indhold af selvstændig forskningsindsats: en empirisk undersøgelse af kapitalbevægelserne imellem OECD-landene, en oversigt over økonometriske resultater til belysning af pengepolitikens effektivitet i USA og en teoretisk afhandling om kriterier for

1. Se OECD (1972-75). Disse publikationer indeholder udførlige henvisninger til både den officielle og den akademiske litteratur.

valg mellem forskellige finansielle målvariable². Undersøgelsen har været ledet af K. Shigehara, udlånt fra Japans centralbank, og undertegnede; arbejdet var således fordelt, at Shigehara arbejdede mest med Japan og Frankrig og jeg med Italien og USA, mens vi begge har arbejdet med Tyskland og med den sammenlignende rapport. En rådgivende gruppe bestående af to repræsentanter fra centralbank og i nogle tilfælde finansministerium i hvert af de seks undersøgte lande samt fra IMF og BIS har på halvårlige møder diskuteret successive rapportudkast. Først og fremmest har dog de berørte centralbanker bidraget meget væsentligt, dels med faktiske oplysninger, dels i alle tilfælde ved under besøg fra OECD at gennemdiskutere foreløbige udgaver af en rapport.

8. Mens det nære samarbejde med centralbankerne har givet undersøgelsen større pålidelighed, har arbejdsformen på den anden side gjort det uigennemføreligt at anlægge en ganske ensartet metodik for alle seks lande. Hertil kommer, at der kun for USA og Japan forelå nogenlunde komplette økonometriske modeller estimeret på kvartalsdata, der tillod en dyberegående vurdering af pengepolitikens virkninger baseret på modelsimulationer af typiske instrumentændringer, jfr. omtalen sidst i nærværende artikel af centralbankernes anvendelse af forskningsresultater. For de øvrige fire lande var det nødvendigt at referere foreliggende undersøgelser af enkeltsammenhænge, dels strukturrelationer for hovedkomponenterne i den private sektors efterspørgsel, dels »reduced form« relationer af monetaristisk tilsnit. For Japans, Tysklands og Frankrigs vedkommende suppleredes dog sådanne tilgængelige undersøgelser af forsøg på i OECD-rekretariatet at estimere enkeltrelationer, ligesom upublicerede modeller af den japanske og den tyske økonomi – med anvendelse af henholdsvis halvårs- og kvartalsdata – blev anvendt til simulationer af virkningerne af ændringer i monetære størrelser under tilnærmelsesvis pengepolitisk kontrol.

9. Undersøgelsens resultater vedrører i de fleste tilfælde erfaringer fra perioden 1960 til 1971–72; i den sammenfattende rapport er beskrivelsen af de pengepolitiske instrumenter dog såvidt muligt ført frem til sommeren 1974. Der er således kun undtagelsesvis vurderinger af pengepolitikens funktionsmåde under de mere fleksible valutakurser, der har rådet fra 1971. I denne forstand kræver resultaterne en kritisk nyvurdering, inden de søges anvendt på aktuelle problemstillinger. Et andet forhold, der begrænser aktualiteten er, at undersøgelsesperio-

2. Branson og Hill (1971), Fisher og Sheppard (1972) og Argy (1974): En foreløbig omtale af Branson's og Hill's resultater og metode er bragt i Thygesen (1971).

den var karakteriseret af langsommere prisstigningstakt end de seneste år; selv om begrænsning af inflationen gradvis antog større betydning blandt målene for den økonomiske politik, samlede hovedinteressen sig dog om pengepolitikens muligheder for at bringe den reale efterspørgsel i overensstemmelse med produktionskapaciteten. Når hertil kommer, at der kun foreligger få empiriske undersøgelser, der på tilfredsstillende måde belyser samspillet mellem monetære faktorer og ændringstakten i prisniveauet, har det ikke kunnet undgås, at hovedvægten i fremstillingen ligger noget anderledes, end hensynet til aktualitet ville tilsige. På lidt længere sigt er der til gengæld udsigt til, at anvendeligheden af undersøgelsens konklusioner vil tiltage, når – eller hvis – det internationale valutasamarbejde antager fastere former og prisstigningstakten aftager.

Påvirkning af den reale efterspørgsel

10. Hvis det var et væsentligt motiv for initiativtagerne til undersøgelsen, at resultaterne kunne anvendes til at fraråde de største medlemslande at føre aktiv pengepolitik med henblik på at påvirke den indenlandske efterspørgsel, fordi en sådan politik uden stærk international koordination ville fremkalde uacceptabelt kraftige kapitalbevægelser og/eller valutakursændringer, er forventningerne blevet skuffet. Undersøgelsen viser nemlig, at pengepolitikken i alt fald i de to største lande, USA og Japan, har kunnet påvirke den private sektors efterspørgsel så kraftigt, at det er svært at forestille sig, at selv betydelige internationale bivirkninger af forstyrrende art skulle kunne veje tilstrækkeligt tungt til at motivere de pågældende lande til at afstå fra en overvejende nationalt motiveret pengepolitik.

11. USA og Japan kan naturligt anvendes som illustration af de nævnte konklusioner. Pengepolitikens virkninger er grundigst dokumenteret for disse to lande; og de markerer i såvel institutionel retning som med hensyn til valg af pengepolitiske instrumenter yderpunkter blandt de seks undersøgte lande. USA er uden tvivl det land, der har det smidigste finansielle system; der er betydelige substitutionsmuligheder for både låntagere og -givere, og pengepolitikken føres i alt væsentligt med generelt virkende midler snarere end med specifikke restriktive indgreb eller tilskyndelser. Det japanske finansielle system er, omend højt udviklet, præget af væsentligt større stivhed i arbejdsdelingen mellem finansielle institutioner, i placerings- og finansieringsmønstre; og markeder for langfristede værdipapirer er relativt uudviklede. Pengepolitikken har overvejende været baseret på ændringer i de kvantitative rammer for bankernes långivning og i deres lånemuligheder i centralbanken.

12. Trods denne kontrast i finansiel og pengepolitisk tradition har effekten af typiske pengepolitiske indgreb i undersøgelsesperioden været betydelig og af sammenlignelig størrelsesorden relativt til niveau for og udsving i den årlige tilvækst i bruttonationalproduktet. Tabellerne 1 og 2 resumerer på yderst kompakt form, hvorledes ændringer i den mest nærliggende indikator for pengepolitikken, variationer i henholdsvis skatkammerbevisrenten i USA og stigningstakten i bankernes udlån i Japan, synes at have influeret på hovedkomponenterne i den reale efterspørgsel omkring 1969-70.

13. For USA illustrerer simulationerne³ virkningerne af en forhøjelse af skatkammerbevisrenten med $\frac{1}{2}$ procentpoint ved slutningen af 1968; denne strategisk vigtige korte rentesats tænkes derefter fastholdt i denne afstand over det faktisk observerede gennem 1969-70. Virkningen af således at føre en noget mere restriktiv politik end den, der faktisk blev fulgt, ville have været at beskære den reale efterspørgsel med omkring en halv procent efter fire kvartaler, dobbelt så meget efter seks kvartaler og tre gange så meget efter otte.

14. Hvis dette forekommer at være en relativt beskeden størrelsesorden, er der grund til at minde om, at et typisk pengepolitisk indgreb var noget kraftigere end svarende til en ændring i de korte rentesatser på $\frac{1}{2}$ procentpoint. Det lader sig kun med betydelig vilkårlighed afgøre, hvor kraftige de pengepolitisk inducerede ændringer i de korte rentesatser har været i de faser, hvor pengepolitikken har været aktivt anvendt; noget af den observerede rentestigning må tilskrives det almindelige konjunkturforløb. De korte rentesatser gik op med et par procentpoints under den pengepolitiske stramning fra nytår 1969, hvilket efter simulationerne at dømme skulle have reduceret den reale efterspørgsel med $1\frac{1}{2}$ procent omkring midten af 1970. Det er en væsentlig effekt relativt til en normal årlig vækstrate i den reale efterspørgsel på 4-5 procent gennem undersøgelsesperioden; den pengepolitiske stramning fjernede tilsyneladende en trediedel af denne normale vækst.

15. Fordelingen af den totale virkning på de vigtigste efterspørgselskomponenter gør krav på mindst lige så stor interesse, ikke mindst fordi det billede, der

3. Simulationerne, som venligt er stillet til rådighed af Board of Governors of the Federal Reserve System, er foretaget med en, kun delvis offentliggjort, model udviklet af universitetsøkonomer i samarbejde med centralbankens forskningsafdeling - FMP-modellen, d.v.s. Federal Reserve, Massachusetts Institute of Technology, University of Pennsylvania. Modellen anvendes som en del af beslutningsgrundlaget ved pengepolitikens tilrettelæggelse i USA.

TABEL 1. *USA: Simulation af virkningen på hovedkomponenter i den reale efterspørgsel af en forhøjelse i skatkammerbevisrenten på 1/2 procentpoint ultimo 1968.*

	1969, 2. kvartal		1969, 4. kvartal		1970, 2. kvartal		1970, 4. kvartal	
	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP
Privat forbrug	-0,09	-0,07	-0,27	-0,22	-0,46	-0,37	-0,67	-0,53
heraf varige goder	-0,40	-0,06	-0,91	-0,13	-1,43	-0,20	-2,02	-0,26
andet	-0,02	-0,01	-0,13	-0,09	-0,26	-0,17	-0,41	-0,27
Boligbyggeri	-0,66	-0,03	-2,35	-0,08	-3,75	-0,13	-4,65	-0,17
Andre faste private investeringer	-0,13	-0,02	-0,78	-0,11	-2,14	-0,28	-4,06	-0,51
Lagerinvesteringer	-2,07	-0,02	-16,63	-0,13	-89,00	-0,25	-65,00	-0,30
Lokale myndigheders udgifter	-0,28	-0,03	-0,43	-0,05	-0,55	-0,07	-0,77	-0,10
Samlet efterspørgsel	-0,15	—	-0,54	—	-1,01	—	-1,48	—
Imødekommet gennem:								
Import	-0,31	+0,03	-0,93	+0,08	-1,61	+0,13	-2,35	+0,19
BNP	-0,14	-0,14	-0,51	-0,51	-0,97	-0,97	-1,41	-1,41

KILDE: 1972-version af FMP-model, simulationen stillet til rådighed af Board of Governors, Federal Reserve System.

tegner sig i tabel 1, afviger fra traditionelle forestillinger om pengepolitikens virkninger. Virkningerne på det private forbrug er således betydelige, gennem det meste af det første år større end effekten på investeringerne. Elasticiteten i investeringsefterspørgslen med hensyn til renteændringer er ganske vist klart større end forbrugets renteelasticitet, hvilket man kan få et indtryk af ved at sammenligne det af renteforhøjelsen fremkaldte procentvise fald i de enkelte efterspørgselskomponenter (første søjle for hvert kvartal i tabel 1); men dette mere end opvejes over en længere periode af forbrugets større andel af BNP. Den betydelige virkning på forbruget er fremkaldt dels af en renteeffekt på villigheden til at anskaffe varige forbrugsgoder, dels – og især – af en formueeffekt på det samlede forbrug; den private sektor oplever et formuetab, når rentestigningen påvirker markedsværdien af dens finansielle aktiver. Investeringerne i boligbyggeri påvirkes relativt hurtigt og kraftigt gennem en blanding af rente- og rationerings-effekter; de institutioner, der har specialiseret sig i udlån til boligbyggeriet, har vanskeligt ved at tiltrække sig indskud under et stigende renteniveau og nødes til at rationere deres udlån. De øvrige faste investeringer påvirkes, efterhånden som stigningen i de korte rentesatser slår igennem også på de langfristede markeder; denne proces er tidkrævende, således at virkningen på anskaffelserne af maskiner og bygninger kumuleres op over en lang periode. Lageropbygningen

synes ikke direkte at være følsom over for ændringer i finansieringsforholdene, men da den afhænger af den generelle efterspørgselssituation, er der tale om en betydelig indirekte afhængighed af den førte pengepolitik. Endelig udviser de lokale myndigheders udgifter i USA – iøvrigt det eneste påviselige eksempel herpå i de seks lande – en vis begrænset følsomhed.

16. Sammenfattende kan det herefter om USA siges, at de totale virkninger af en pengepolitisk stramning er (1) betydelige, (2) gør sig gældende overvejende gennem renteændringer, kun undtagelsesvis ved kreditrationering, og (3) rammer efterspørgslen noget anderledes end det traditionelle eftertryk på erhvervenes faste investeringer lader formode.

17. For *Japan* illustrerer simulationerne i tabel 2 virkningerne af en mere ekspansiv pengepolitik i 1. halvår 1969 – den førte politik må nærmest betegnes som neutral i denne periode – i form af midlertidigt hastigere vækst i bankernes udlån, der tilnærmelsesvis må anses for at være under pengepolitisk kontrol. Beregningerne anslår, at en sådan midlertidig acceleration ville have øget væksten i den reale efterspørgsel med omkring to trediedele procent i det pågældende halvår, dobbelt så meget i det følgende halvår, hvorefter virkningen – modsat billedet i USA – aftager. Pengepolitisk fremkaldte ændringer i stigningstempoet for bankernes udlån kan anslås til typisk at have været af en størrelsesorden på 3–4 procent i årsrate inden for kortere perioder, som den, der her betragtes; det svarer til ændringer i vækstraten for den reale efterspørgsel på 2–3 procentpoints i løbet af 6 måneder og dobbelt så meget på et år, hvilket igen skal sammenholdes med en gennemsnitlig årlig vækstrate på 10–11 pct. Mens det i USA som en grov hovedkonklusion kunne iagttages, at variationer i vigtige, pengepolitisk dominerede, størrelser har været tilstrækkelige til at fremkalde ændringer i den reale efterspørgsel svarende til omkring en trediedel af den årlige tilvækst i BNP, har virkningerne i Japan potentielt været noget kraftigere, op til halvdelen af denne tilvækst.

18. Som det fremgår af tabel 2 kan virkningerne af pengepolitiske ændringer i Japan i henhold til OECD's halvårsmodel først og fremmest spores i de private erhvervsmæssige investeringer; i alt fald inden for det første år domineres den totale effekt ganske af de faste investeringer uden for boligbyggeriet og af lageropbygningen. Til gengæld er der ikke som for USA's vedkommende tale om, at virkningerne tiltager i styrke gennem de første to år efter et indgreb; de kulminerer, jfr. tabel 2, inden for det første år. Påvirkningen af det private forbrug

er relativt langt mindre væsentlig end i USA, og boligbyggeriet er næsten ufølsomt, idet det i Japan overvejende finansieres ved tidligere og løbende opsparring. Dette mindsker selvsagt pengepolitikens totale virkning, men har samtidig gjort det muligt at anvende den mere aktivt, uden at den blev »asocial«.

19. Modsat i USA virker pengepolitikken i Japan overvejende gennem kredittationering. Japanske virksomheders stærke afhængighed af fremmedkapital gennem den voldsomme ekspansionsperiode mellem 1960 og 1972 og bankkreditens dominerende rolle i det finansielle system sikrede, at udsving i stigningstakten i bankernes udlån hurtigt slog igennem i virksomhedernes investeringer. Bankernes afhængighed af lånemulighederne i centralbanken og restriktioner på kapitalbevægelserne sikrede samtidig en ret præcis styring af bankernes udlån, således at man med god tilnærmelse kunne betragte disse som en indikator for de pengepolitiske intentioner. Rentesatserne har til gengæld kun bevæget sig relativt lidt i faser med aktiv pengepolitik, i alt fald fra midten af 1960'erne.

20. For de øvrige fire lande er de foreliggende erfaringer noget mindre vel-dokumenterede. Mens der nok for dem alle er tegn på en ganske nær samvariation mellem strategiske finansielle variable, især rentesatser på langfristede værdipapirer og investeringsaktiviteten, er der tvivl om, med hvilken ret man kan be-

TABEL 2. *JAPAN: Simulation af virkningen på hovedkomponenter i den reale efterspørgsel af en forhøjelse af bankernes udlån med 1 procent i første halvår 1969^(a).*

	1969, 1. halvår		1969, 2. halvår		1970, 1. halvår		1970, 2. halvår	
	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP
Privat forbrug	0,22	0,12	0,66	0,32	0,79	0,38	0,59	0,27
Boligbyggeri	0,22	0,01	0,58	0,03	0,64	0,04	0,46	0,02
Andre faste private investeringer	1,60	0,35	3,69	0,80	2,74	0,66	1,16	0,27
Lagerinvesteringer	9,42	0,29	8,29	0,43	10,32	0,28	-0,99	-0,06
Export	-0,06	-0,01	-0,27	-0,04	-0,25	-0,04	0,13	0,02
Import	0,92	-0,11	1,87	-0,20	1,36	-0,17	0,48	-0,05
BNP	0,66	0,66	1,36	1,36	1,17	1,17	0,47	0,47

KILDE: OECD-sekretariatets halvårsmodel af Japans økonomi (upubliceret).

NOTE: (a) Bankernes udlån tænkes i løbet af 1. halvår 1969 forøget så meget, at det medio 1969 svarer til 1 pct. af niveauet fra midten af 1968 (stigningstakten i udlånene forøges med andre ord med ca. 2 procentpoints i årsrate i dette halvår); derefter fastholdes stigningstakten på det faktisk observerede.

tragte disse finansielle variable som pengepolitisk kontrollerede; hertil er specifikationen af sammenhængene inden for den finansielle sektor endnu for upræcis.

21. Klarest er hovedkonklusionerne for *Tysklands* vedkommende. En forhøjelse af obligationsrenten på 1 procentpoint synes ifølge OECD's kvartalsmodel at have medført et fald i den reale efterspørgsel på godt trekvart procent efter fire kvartaler og godt 1 procent efter seks kvartaler (tabel 3). Dette skøn ligger formentlig i underkanten, idet boligbyggeriet i simulationerne er betragtet som exogent, selv om enkelte undersøgelser tyder på, at det påvirkes. Den stærkeste effekt kan observeres på de øvrige faste investeringer; mellem fjerde og sjette kvartal efter rentestigningen er mere end halvdelen af den totale tilpasning i den indre efterspørgsel faldet på denne efterspørgselskomponent; i samme periode er virkningen på lagerdannelsen omkring halvt så stor som for de faste investeringer. Det private forbrug (af andet end fødevarer) er trægt påvirkeligt og vejer først efter otte kvartaler tungere end lagereffekten. Det må iøvrigt bemærkes, når tabel 3 sammenlignes med de to foregående, at Tyskland er en væsentligt mere åben økonomi end USA og Japan; faldet i importen opfanger mere end en trediedel af faldet i den samlede reale efterspørgsel. Den stærkere virkning af pengepolitiske indgreb på betalingsbalancens løbende poster skyldes den højere importtilbøjelighed snarere end nogen mekanisme, der mere direkte knytter importen til udviklingen i den indenlandske pengepolitik⁴.

22. Det springende punkt i vurderingen af tysk pengepolitik er som nævnt, i hvilken grad det er legitimt at betragte obligationsrentens bevægelser som bestemt af den førte pengepolitik. De tyske bankers betydelige rolle på obligationsmarkedet, både som udbydere og købere, har bidraget til at frembringe en relativt nær sammenhæng mellem ændringer i på den ene side banklikviditeten og de korte rentesatser på interbankmarkedet og på den anden side obligationsrenten; men selv om der er tale om en overdrivelse af pengepolitikens virkninger, hvis man som i tabel 3 antager, at obligationsrenten er helt under kontrol, tyder resultaterne på en betydelig gennemslagskraft for de pengepolitiske initiativer, tilsyneladende af samme størrelsesorden som i USA. Også på et andet punkt minder de tyske erfaringer om de amerikanske: pengepolitikken har virket over-

4. En sådan direkte forbindelse kan fremkomme i et land, hvor man ved siden af en generel stramning af pengepolitikken gennemfører deponeringsregler eller lignende stramninger af betalingsvilkårene ved import, således som det er sket bl. a. i Japan og Italien.

vejende gennem renteændringer, mens det er meget vanskeligt at påvise tendenser til kreditrationering.

23. Det er ikke muligt at give en empirisk velunderbygget vurdering af pengepolitikens virkninger i Italien, Frankrig og UK. Årsagerne hertil er til dels lette at identificere. I *Italien* har pengepolitikken været ekspansiv eller i det mindste neutral gennem næsten hele tidsrummet 1960–72; to relativt korte restriktive perioder (i 1963–64 og 1969–70) var frem til 1973 de eneste afbrydelser af den vækst- og beskæftigelsesfremmende politik. Heller ikke i *Frankrig* har den førte pengepolitik haft konjunkturstabilisering som hovedformål. I *UK* skulle derimod ønsket om intern – og især ekstern – stabilitet have givet et relativt bredt erfaringsgrundlag, men de finansielle faktoreres rolle ved bestemmelsen af den reale efterspørgsel er endnu kun klarlagt med betydelig usikkerhed. De resultater, der foreligger fra de tre lande, tyder på signifikante effekter af renteændringer på de faste investeringer, suppleret af selektive rationeringseffekter i UK – boligbyggeri og køb af varige forbrugsgoder – inden den pengepolitiske reform af 1971 og af mere generelle tendenser til kreditrationering i Frankrig og Italien omkring 1969–70. Alt i alt må resultaterne dog også for disse to lande siges at sætte spørgsmålstegn ved den almindelige opfattelse, at kreditrationering må være et dominerende fænomen i lande med øjensynligt klar arbejdsdeling mellem forskellige typer af finansielle institutioner, som man finder det i Frankrig og Italien.

24. På baggrund af den potentielt store effekt af ændringer i lange rentesatser bør det understreges, at der i næsten alle de berørte lande har været og fortsat er alvorlige hindringer for en aktiv pengepolitik i form af betydelige renteændringer. På det praktiske plan kan der være betænkeligheder for en centralbank ved at tage initiativer, der overgangsvis af de finansielle markeder opfattes som destabiliserende; men et sådant kursplejesynspunkt behøver kun på helt kort sigt at komme i konflikt med de strategiske konjunkturstabiliserende mål. Alvorligere er det, at den størrelse, man skal påvirke for at influere på anskaffelsen af kapitalgoder, ikke er den observerede rente på det lange kapitalmarked, men denne rente korrigeret for prisforventningerne. En sådan realrente er selvsagt ikke målbar; beregninger foretaget i OECD-sekretariatet tydede dog på, at den – inden for et ret vidt spektrum af antagelser om den hastighed, hvorved observerede prisændringer slår igennem i prisforventningerne – ofte bevægede sig procyklisk i undersøgte lande. Bl. a. i Frankrig og Tyskland faldt realrenten i visse perioder med restriktiv pengepolitik og virkede således mod hensigten konjunkturstimulerende. Den nominelle obligationsrente steg nok som følge

TABEL 3. *TYSKLAND: Simulation af virkningen på hovedkomponenter i den reale efterspørgsel af en forhøjelse af obligationsrenten på 1 procentpoint ultimo 1968.*

	1969, 2. kvartal		1969, 4. kvartal		1970, 2. kvartal		1970, 4. kvartal	
	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP	pct.	pct. af BNP
Privatforbrug (excl. fødevarer)	-0,05	-0,02	-0,42	-0,16	-0,89	-0,36	-1,17	-0,47
Faste private investeringer (excl. boligbyggeri)	-0,13	-0,02	-4,06	-0,69	-5,37	-0,92	-5,50	-0,95
Lagerinvesteringer	-7,45	-0,18	-10,91	-0,30	-16,91	-0,45	-12,06	-0,35
Import	-0,38	+0,08	-1,50	+0,37	-2,43	+0,61	-2,75	+0,70
BNP	-0,14	-0,14	-0,78	-0,78	-1,12	-1,12	-1,07	-1,07

KILDE: OECD-sekretariatets kvartalsmodel af den tyske økonomi (upubliceret).

af centralbankens salg af papirer eller andre kontraktive foranstaltninger, men dette mere end opvejedes af de styrkede inflationsforventninger⁵.

25. Sammenfattende kan det om påvirkningen af den reale efterspørgsel konkluderes, at den har været kraftigst i Japan, men også stærk i USA og Tyskland, som i modsætning til Japan kun helt undtagelsesvis har anvendt andet end generelt virkende renteændringer. For Tysklands vedkommende har virkningerne på import og dermed den løbende betalingsbalances saldo også været stærke. For de tre andre lande har virkningerne utvivlsomt været svagere, men dog betydningsfulde. På denne baggrund er det vanskeligt at argumentere overbevisende for, at de omhandlede lande skulle tilrettelægge deres pengepolitik overvejende ud fra hensynet til international stabilitet. Der var, i det system af overvejende faste valutakurser, som udgjorde den internationalt baggrund i næsten hele undersøgelsesperioden, en ret betydelig pengepolitisk autonomi tilbage – ikke blot for det store reservevalutaland USA, men også for de fem »mellemstore« økonomier, som undersøgelsen omfatter.

Udviklingstendenser i anvendelsen af pengepolitiske instrumenter

26. Det ville være overraskende, om pengepolitik i seks lande med en så forskellig finansiel struktur som der her er tale om var tilrettelagt på ensartet måde. Undersøgelsen gør det klart, at der er tale om væsentlige forskelle i valget af

5. Se *Monetary Policy in France*, p. 67, og *Monetary Policy in Germany*, pp. 75 og 83, for illustrationer af sådanne faser med procykliske realrentebevægelser.

instrumenter; men også at disse forskelle er aftaget mærkbart siden 1960, efterhånden som forgreningen af finansielle markeder og udviklingen i retning af en mere nuanceret og ambitiøs målsætning har gjort det ønskeligt at råde over det bredest mulige register af instrumenter.

27. Da den sammenlignende undersøgelse blev påbegyndt tidligt i 1973 syntes en lidt anden konklusion at aftegne sig. I årene 1970-72, hvor der i de fleste af de seks undersøgte lande var visse ledige ressourcer og et – trods den tiltagende inflation – ønske om at fastholde en relativt ekspansiv pengepolitik bevægede man sig tilsyneladende i mere liberalistisk retning. Løfter over bankernes udlån blev fjernet og angiveligt afsvoret som instrument i Frankrig og UK. Der syntes at være en bevægelse væk fra direkte reguleringer af delmarkeder og administrative indgreb i rentedannelsen og større vægt på fleksible instrumenter som markedsoperationer og hyppige markedsbestemte ændringer af diskontoen. Men den voldsomme højkonjunktur i 1972-73, hvortil de foregående års lempelige pengepolitik havde bidraget stærkt, bragte en mindre liberal holdning tilbage. Således er udlånslofter eller indgreb, der minder stærkt herom, genindført i Frankrig, Italien, Japan og UK; kun Tyskland – hvor Forbundsdagen dog har fået forelagt forslag herom – og USA mener at kunne klare sig uden. Restriktioner over for kapitalbevægelser er – med USA som en meget væsentlig undtagelse – blevet skærpet. Det sidste par års erfaringer illustrerer alt i alt tydeligt, at man bør være yderst varsom med at fortolke konjunkturmæssigt motiverede tilpasninger som udtryk for en revision af den basale pengepolitiske filosofi.

28. *Centralbankens køb og salg af værdipapirer* er forblevet det dominerende instrument i de to angelsaksiske lande og i Italien, og det har vundet frem i andre lande, efterhånden som udviklingen på de finansielle markeder, især for statsobligationer, har gjort det naturligt. I Japan og Tyskland er der først blevet basis for markedsoperationer i løbet af den sidste halve snes år. I alle seks lande er operationerne begrænset til statspapirer og normalt koncentreret om de helt korte løbetider; Italien og UK er dog på det sidste punkt undtagelser. I USA har Federal Reserve endnu aldrig solgt langfristede papirer.

29. De særlige fortrin ved markedsoperationer er fleksibilitet og anonymitet. De forekommer navnlig velegnede til finjustering af banklikviditeten og/eller korte rentesatser, og virkningerne spreder sig hurtigt gennem banksystemet, selv om de indledningsvis måtte være koncentreret om nogle få institutioner. Men der er en jævn overgang mellem markedsoperationer og variationer i central-

bankens lånevilkår; en række ordninger med køb og gensalg (eller salg og genkøb) er mellemformer, der er næsten umulige at skelne fra midlertidige låneformer.

30. Der er meget store forskelle mellem de seks lande med hensyn til *bankernes låntagning i centralbanken*. Målt i forhold til bankernes samlede indlån har låntagningen varieret fra 20–40 pct. i Frankrig til omkring 1 pct. i USA. Niveaue for bankernes gældstiftelse siger imidlertid ikke noget om den betydning, som variationer i lånemulighederne har haft som pengepolitisk instrument. Den afgørende sondring går mellem systemer med effektive lofter over lånemulighederne og systemer, hvor centralbanken begrænser sig til at fastsætte de rentesatser, til hvilke der kan lånes, mens bankerne bestemmer omfanget. Ingen af de to systemer findes i fuldstændigt ren form, men Japan har i lange perioder været nær komplet rationering, mens de tyske bankers låntagning som et andet yderpunkt har været efterspørgselsbestemt; der fandtes nok lofter for lånemulighederne, men de var indtil 1973 så rigelige, at bankerne aldrig nåede i nærheden af dem⁶. Også i Frankrig har belåningsmulighederne i centralbanken været meget betydelige. I USA har låntagningen hos Federal Reserve i de fleste højkonjunkturer været effektivt begrænset af rationering, hvilket man let kan konstatere ved at se på tendensen til, at lånesatserne i interbank (Federal Funds) markedet markant overstiger diskontoen i sådanne faser. Man har dog ikke i USA som i Japan varieret bankernes lånemuligheder med konjunktursituationen; de amerikanske banker er i perioder med stram pengepolitik gradvis blevet drevet op mod en – trods mangelen på en formel definition på et loft – fast og relativ snæver overgrænse for deres låntagning.

31. De nævnte forskelle i anvendelsen af variationer i lånemuligheder og -vilkår afspejler i betydelig udstrækning forskelle i anvendelsen af andre pengepolitiske instrumenter. Der må være en sikkerhedsventil, som sikrer, at spændingen mellem skabelsen af og behovet for primære betalingsmidler ikke når op over et niveau, som må karakteriseres som finansiel krise. I de lande, hvor markedsoperationer er det dominerende instrument, kan defensive køb og salg fra centralbanken udgøre en sådan sikkerhedsventil, og der er ikke behov for fleksible og vidtgående lånemuligheder i centralbanken. I andre lande, hvor markedsoperationerne er af mindre betydning og/eller likviditetsvirkningen af uligevægt i stats-

6. Siden sommeren 1973, hvor Bundesbank eliminerede en del af automatiske lånemuligheder, har bankerne dog været nær loftet.

finansier og betalingsbalance er stor, udgør variationer i bankernes gæld til centralbanken en sikkerhedsventil, der kun med risiko kan blokeres. En vis risiko må en centralbank være villig til at løbe, hvis den ikke vil akceptere, at det samlede kreditomfang og pengemængden bliver rent efterspørgselsbestemt. Den må indstille sig på at se bankernes låntagning vokse i perioder med stram pengepolitik; selv i Japan har det kunnet observeres. Men den må samtidig ikke give bankerne det indtryk, at overgrænsen for deres låntagning er helt flydende. Det er et hovedtema i undersøgelsens gennemgang af instrumentanvendelsen at klargøre, hvorledes de enkelte centralbanker har løst dette dilemma⁷.

32. Markedsoperationer og variationer i lånemuligheder og -vilkår hos centralbanken er de eneste instrumenter, der har været anvendt i alle seks undersøgte lande. Men fire andre generelt virkende instrumenter har på forskellige tidspunkter spillet en stor rolle i et eller flere af landene: variable kassebindingsregler, loft over bankernes udlån, administrative indgreb i fastsættelsen af strategisk vigtige rentesatser og restriktioner på kapitalbevægelserne.

33. *Variable kassebindingsregler* er blevet anvendt mest intensivt i Tyskland, hvor de i perioder har været den dominerende faktor i påvirkningen af bankernes likviditet; men de er blevet brugt i stigende omfang i Frankrig, UK og Japan. De er et effektivt instrument, hvis omfattende likviditetspåvirkninger tilstræbes inden for kort tid, og de har især været taget i anvendelse (i Tyskland og Frankrig) for at neutralisere omfattende likviditetspåvirkninger fra udlandet. I sådanne tilfælde har der normalt været pålagt indskud fra valutaudlændinge særligt høje reservekrav. En interessant nydannelse er Frankrigs anvendelse siden 1972 af kassebindingsregler, hvor deponeringsforpligtelsen vokser progressivt med den enkelte banks overskridelse af den for banksystemet fastsatte norm for stigningstakten i udlånene. Tankegangen er, at kassebindingsregler i denne udformning i højere grad end, hvor deponeringsforpligten er knyttet til indlånene eller til stigningen heri, kommer til at påvirke bankernes holdning til kreditudvidelse. Fastsættes forpligtelsen på et højt niveau, bliver der ingen større forskel mellem den og et udlånsloft med stærke sanktionsmuligheder i form af kreditnægtelse fra centralbanken eller lignende.

7. Denne diskussion er af umiddelbar relevans for danske forhold, hvor lånemulighederne i Nationalbanken er, i international målestok, overordentligt rummelige; den stærke likviditetsopsugning over statsfinansier og betalingsbalance har imidlertid skabt behov for en let tilgængelig ventil. Spørgsmålet er, om disse omstændigheder har bidraget for stærkt til at fjerne bankernes indtryk af, at der overhovedet findes nogen veldefineret grænse for låntagningen.

34. Fastsættelse af et *loft for bankernes udlån* har været et dominerende instrument i Japan og – indtil 1970-71 – i Frankrig og UK. I lande, hvor lofter har været i funktion gennem længere perioder, har der været bekymring over deres konkurrencedæmpende virkninger, og man har navnlig søgt at favorisere banker, hvis låntagning i centralbanken eller på pengemarkedet var beskeden – med andre ord at tage hensyn til forskelle i de enkelte bankers indlånsvækst. Efter en kort periode med liberalisering i 1970-73 har det vist sig, at Japan og Frankrig har fundet det vanskeligt at undvære lofterne, omend man ikke har taget skridtet fuldt ud, men anvender den lidt mere smidige variant omtalt ovenfor. Også Italien og UK har til dels genoplivet kvantitative indgreb i udlånsvæksten.

35. *Administrative indgreb i rentedannelsen* som et aktivt pengepolitisk instrument kendes især i USA, hvor den såkaldte Regulation Q, der indførtes i 1930'erne for at dæmpe den skarpe konkurrence om indlånsmidlerne, giver Federal Reserve mulighed for at fastsætte maksimal-rentesatser på forskellige typer af indlån. Denne beføjelse blev ved et par lejligheder i 1960'erne anvendt dels efter sit historiske formål til at beskytte svagere institutioner, især byggesparekasser, mod stærk rentekonkurrence fra bankerne, dels som middel til at begrænse bankernes samlede udlånspotential. Regulation Q har været mere effektiv i den første af disse roller; det lykkedes ganske vist at tappe bankerne for betydelige lange indskud fra større selskaber, da det blev mere attraktivt for disse at holde korte værdipapirer end indskud. Men virkningen på det samlede kreditomfang var sværere at få øje på; dels var bankerne selv opfindsomme med at supplere deres ressourcer gennem nye indskudsformer og kapitaltilførsel og gennem låntagning på Eurodollarmarkedet, dels viste markederne uden for bankerne sig i stand til at kanalisere effektivt til låntagerne navnlig via commercial paper markedet. Der er næppe tvivl om, at Regulation Q på baggrund af disse erfaringer vil komme til at spille en beskeden rolle i amerikansk pengepolitik. Dette ligger på linie med holdningen i de øvrige fem lande; i Italien, Tyskland og UK har centralbanken således medvirket aktivt til en vis optøning af kartelagtig rentefastsættelse i de private banker – en udvikling parallel med ophævelsen af renteaftalen her i landet i 1973. På dette punkt er der en klar tendens til at give større spillerum for prismekanismen, selv om det er en udvikling, der svækker mulighederne for at påvirke rentestruktur og fordelingen af kreditgivningen mellem udenlandske og indenlandske kilder.

36. På dette sidste punkt har landene til gengæld sat ind med stor ihærdighed; kataloget over *indgreb for at styre såvel bankernes som den private ikke-bank*

sektors udenlandske mellemværender er omfattende og differentieret. Italien, Japan og Frankrig har lagt særlig vægt på at regulere bankernes nettostilling over for udlandet gennem direkte forskrifter; Tyskland har med mere indirekte midler, især intervention på valutaterminsmarkedet, fulgt samme mål. I USA praktiseredes mellem 1965 og begyndelsen af 1974 først frivillige og siden obligatoriske begrænsninger af amerikanske bankers udenlandske långivning. I de seneste år er en række nye typer af indgreb, overvejende over for ikke-bankmæssige transaktioner med udlandet, kommet til; de vigtigste var eksperimenterne med udskillelse af et særligt, frit valutamarked for finansielle transaktioner – i de seks lande forladt af Frankrig og Italien, men ikke af UK, efter gennemførelsen af individuel flydning også for den »kommercielle« valutakurs – og den tyske deponeringsordning (»Bardepot«), ifølge hvilken størstedelen af provenuet af tyske virksomheders udenlandske låntagning blev pålagt et krav om deponering på rentefri konto i Bundesbank af op til halvdelen.

37. Det pludselige omsving fra store betalingsbalanceoverskud i alle de undersøgte lande bortset fra USA i 1970–72 til langt større underskud i dem alle på nær Tyskland efter olieprisforhøjelserne i slutningen af 1973 har gjort mange af de hidtidige reguleringer uaktuelle; kun enkelte af dem er symmetriske, således at de kan anvendes til at beskytte mod kapitaludstrømning til trods for, at de oprindeligt blev indført for at dæmme op mod kapitalindstrømning. Det er på denne baggrund, at man må se den bemærkelsesværdige ændring i holdningen til internationale frem for nationale foranstaltninger til styring af kapitalbevægelserne gennem EF's kollektive låntagning, IMF's oliefacilitet og den amerikanske regerings planer om etableringen af et finansielt sikkerhedsnet for industrilandene i OECD. Intet land kan længere føle sig sikker på ved brug af nationale pengepolitiske instrumenter at kunne neutralisere udefra kommende uønskede likviditetspåvirkninger og således fastholde en national pengepolitisk målsætning.

38. Allerede i perioden 1960–72, som OECD-undersøgelsen omfatter, voldte det nære finansielle samkvem med andre lande store problemer for fastholdelsen af nationale pengepolitiske mål undtagen i USA, hvor dollarens rolle som reservevaluta sammen med de nationale finansielle markeders dominerende størrelse i forhold til kapitalbevægelserne gjorde problemerne overkommelige. I Japan var restriktionerne på kapitalbevægelserne stort set effektive frem til 1970–71, hvor et stort løbende overskud kombineret med spekulativ kapitalindstrømning skabte en klart hurtigere vækst i pengeforsyning m. v. end tilsigtet. Det har været en

vigtig opgave i undersøgelsen at vurdere, i hvilken grad landenes finansielle åbenhed over for udlandet har skabt problemer i den nationale pengepolitik. Forskellige kriterier for måling af åbenhed diskuteres, især det såkaldte »off-set«, dvs. tendensen til at pengepolitiske initiativer neutraliseres gennem modsatrettede kapitalbevægelser, således at centralbanken finder det meget vanskeligt at fastholde et ønsket renteniveau og/eller en ønsket stigningstakt i udvalgte monetære størrelser. Også størrelsen af elasticiteten i den indenlandske penge- og kredit efterspørgsel med hensyn til udenlandske rentesatser vurderes. Ud fra disse kriterier synes Tyskland at have været den mest åbne økonomi i 1960-72 – vel ikke overraskende på baggrund af den særligt liberale tyske holdning til kapitalbevægelser – efterfulgt af UK, Italien og Frankrig i nævnte rækkefølge. Selv om der findes enkelte undtagelser – Tyskland i foråret 1970 er den vigtigste – synes åbenheden dog ikke ganske at have fjernet den pengepolitiske selvstændighed. De situationer, hvor den stærkt indsnævredes, var karakteriseret af tendenser til fundamental uligevægt på betalingsbalancens løbende poster og udbredt spekulation i vekselkursændringer.

Pengepolitikens tilrettelæggelse og forskningens bidrag

39. I alle seks lande har man siden 1960 kunnet observere forskydninger i den måde, på hvilken pengepolitikken formuleres og præsenteres. Udviklingen har kun i mindre grad afspejlet fundamentale ændringer i synet på pengepolitikens endelige mål eller i synet på dens virkemåde, jfr. omtalen ovenfor af de forskellige kanaler i transmissionsmekanismen. Den har især ført til en klargøring af praktiske spørgsmål: Hvilke operationelle mål kan de pengepolitiske myndigheder sætte sig? Hvorledes kan man sikre sig, at den finansielle udvikling holder en tilsigtet kurs?

40. Denne diskussion om mål og indikatorer ville være overflødig i en økonomi med fuldt overblik over sammenhængene i transmissionsmekanismen og løbende viden om tendensen i de endelige målvariable i den økonomiske politik: beskæftigelsesgraden, stigningstakten i prisniveauet og betalingsbalancen. Ingen af disse betingelser er opfyldt; de pengepolitiske myndigheder kan knap nok med sikkerhed fortolke sidste måneds tal for de nævnte størrelser og deres forudsigelser af dem er behæftet med stor usikkerhed. I denne situation er der behov for at udvælge visse finansielle størrelser som operationelle målvariable inden for den tidshorisont, som måtte være aktuel ved tilrettelæggelsen af pengepolitikken.

41. I USA, hvor denne diskussion har været særdeles dybtgående, især inden for Federal Reserve System i de sidste 10 år⁸, er der sket en gradvis forskydning blandt målvariablene fra »pengemarkedsforholdene«, dvs. især strategiske korte rentesatser på interbankmarkedet og skatkammerbevismarkedet, i retning af pengemængden. Dette kan måske forekomme paradoksalt, når det almindeligt anerkendes, at den væsentligste del af pengepolitikens virkninger fremkommer via renteændringer. Der er imidlertid ingen modsætning heri, og en målsætning med hensyn til pengeforsyningen bør ikke i sig selv opfattes som en tilslutning til monetarismen. Argumenterne mod at anvende rentesatser som operationelle mål er dels, at forskydninger i prisforventningerne gør det højst tvivlsomt at fortolke bevægelser i de nominelle rentesatser som udtryk for pengepolitiske påvirkninger, jfr. diskussionen ovenfor af tilfælde med procykliske bevægelser i realrenten, dels at påvirkningen fra renteændringer til efterspørgselskomponenterne i det hele er behæftet med betydelig usikkerhed på kort sigt, selv om det ikke betvivles, at de er væsentlige. På denne baggrund kan det, også i lande med et fleksibelt finansielt system som USA og Tyskland⁹, være rationelt for de pengepolitiske myndigheder at formulere deres målsætning for det kommende kvartal, halve eller hele år i form af vækstrater, eller normalt et interval for disse, for pengeforsyningen.

42. Desværre er dette ikke det sidste ord. Pengeforsyningen er som bekendt et flertydigt begreb, og de forskellige definitioner udviser langt fra altid et parallelt forløb. Markante forskelle i vækstraten for et snævert og et bredere pengebegreb har således skabt vild forvirring i debatten om pengepolitik i UK siden 1971. Der har i UK som i USA og Tyskland været en tendens til, at man har bevæget sig i retning af en bred definition af pengeforsyningen. Der er imidlertid grund til at understrege, at der ikke på dette område findes simple tommelfingerregler; det er nødvendigt til stadighed at undersøge stabiliteten i de finansielle sammenhænge i lyset af nye erfaringer. For såvidt har det sidste tiårs raffinerede diskussion givet centralbankerne en intellektuelt imponerende begrundelse for at se på en række pengepolitiske målvariable snarere end en enkelt. Men det spillerum for »fingerspitzenggefühl«, som altid vil findes i pengepolitikens tilrettelæg-

8. Se især Federal Reserve System, Board of Governors (1971) og Federal Reserve Bank of Boston (1969-72). Appendix 11 i *Monetary Policy in the United States* resumerer denne diskussion.

9. I Tyskland har Bundesbank i december 1974 for første gang formuleret en præcis målsætning for væksten i pengeforsyningen i det følgende år.

gelse, har vist sig at kunne indsnævres mærkbart gennem økonometriske undersøgelser af de finansielle sammenhænge.

43. Det er på dette vigtige område, at en betydelig del af centralbankernes egen forskningsindsats har ligget. En vurdering af pengepolitikens virkninger på komponenter af den reale efterspørgsel kan nok foretages uden for centralbanken; når flere af de implicerede centralbanker (Japan, USA, Italien og senest Tyskland) selv har medvirket meget aktivt til opbygningen af stærkt specificerede makroøkonomiske modeller, skyldes det især det praktiske synspunkt, at man ikke effektivt kan anvende og fortolke resultaterne af simulationer med en model uden at have været med til at bygge denne. Men når det kommer til analysen af, hvorledes pengepolitikken mest hensigtsmæssigt kan formuleres i lyset af stabiliteten i de enkelte finansielle sammenhænge, er den blanding af operationelle erfaringer og økonomisk underbygget viden, som findes i centralbankerne, af afgørende betydning.

44. Man kan ikke undgå under arbejdet med en undersøgelse som den foreliggende at spørge, i hvilket omfang det så kan påvises, at den teoretiske og empiriske forskning har påvirket den førte pengepolitik. Hvis der dermed tænkes på modifikationer af enkelte beslutninger, er spørgsmålet for snævert stillet. Den virkelige betydning af forskningen i centralbankerne – og navnlig centralbankerne i Italien, Japan og USA må betegnes som betydelige centre for økonomisk forskning – er den gradvise ændring i procedurerne ved beslutningerne. Sådanne gradvise forbedringer er det ikke vanskeligt at eftervise i de seks undersøgte lande, i alt fald i de centralbanker, hvor forskningen har udviklet sig i samarbejde med de mere operationelle aktiviteter.

Litteratur

- ARGY, V. 1974. An evaluation of financial targets in six countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*: 28–50.
- BRANSON, W. H. og R. D. HILL JR. 1971. *Capital movements in the OECD Area*. OECD Economic Outlook Occasional Studies.
- FEDERAL RESERVE BANK OF BOSTON. 1969–72. *Controlling the monetary aggregates*. Bind 1–2. Boston.
- FEDERAL RESERVE SYSTEM, BOARD OF GOVERNORS. 1971. *Open Market Policies and operating procedures*. Washington.
- FISHER, G. R. og D. SHEPPARD. 1972. *Effects of monetary policy on the United States economy: a survey of econometric evidence*. OECD Economic Outlook Occasional Studies.
- OECD. 1972. *Monetary policy in Japan*. Paris.

gelse, har vist sig at kunne indsnævres mærkbart gennem økonometriske undersøgelser af de finansielle sammenhænge.

43. Det er på dette vigtige område, at en betydelig del af centralbankernes egen forskningsindsats har ligget. En vurdering af pengepolitikens virkninger på komponenter af den reale efterspørgsel kan nok foretages uden for centralbanken; når flere af de implicerede centralbanker (Japan, USA, Italien og senest Tyskland) selv har medvirket meget aktivt til opbygningen af stærkt specificerede makroøkonomiske modeller, skyldes det især det praktiske synspunkt, at man ikke effektivt kan anvende og fortolke resultaterne af simulationer med en model uden at have været med til at bygge denne. Men når det kommer til analysen af, hvorledes pengepolitikken mest hensigtsmæssigt kan formuleres i lyset af stabiliteten i de enkelte finansielle sammenhænge, er den blanding af operationelle erfaringer og økonomisk underbygget viden, som findes i centralbankerne, af afgørende betydning.

44. Man kan ikke undgå under arbejdet med en undersøgelse som den foreliggende at spørge, i hvilket omfang det så kan påvises, at den teoretiske og empiriske forskning har påvirket den førte pengepolitik. Hvis der dermed tænkes på modifikationer af enkelte beslutninger, er spørgsmålet for snævert stillet. Den virkelige betydning af forskningen i centralbankerne – og navnlig centralbankerne i Italien, Japan og USA må betegnes som betydelige centre for økonomisk forskning – er den gradvise ændring i procedurerne ved beslutningerne. Sådanne gradvise forbedringer er det ikke vanskeligt at eftervise i de seks undersøgte lande, i alt fald i de centralbanker, hvor forskningen har udviklet sig i samarbejde med de mere operationelle aktiviteter.

Litteratur

- ARGY, V. 1974. An evaluation of financial targets in six countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*: 28–50.
- BRANSON, W. H. og R. D. HILL JR. 1971. *Capital movements in the OECD Area*. OECD Economic Outlook Occasional Studies.
- FEDERAL RESERVE BANK OF BOSTON. 1969–72. *Controlling the monetary aggregates*. Bind 1–2. Boston.
- FEDERAL RESERVE SYSTEM, BOARD OF GOVERNORS. 1971. *Open Market Policies and operating procedures*. Washington.
- FISHER, G. R. og D. SHEPPARD. 1972. *Effects of monetary policy on the United States economy: a survey of econometric evidence*. OECD Economic Outlook Occasional Studies.
- OECD. 1972. *Monetary policy in Japan*. Paris.

- OECD. 1973. *Monetary policy in Italy*. Paris.
- OECD. 1973. *Monetary policy in Germany*. Paris.
- OECD. 1974. *Monetary policy in the United States*. Paris.
- OECD. 1974. *Monetary policy in France*. Paris.
- OECD. 1975. *The role of monetary policy in demand management: the experience of six major countries*. Paris.
- THYGESEN, N. 1971. Pengepolitik i åbne økonomier. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 109: 231-53.