

Monetarismen – teoretiske principper og praktiske erfaringer

Niels Thygesen

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: The article surveys the main theoretical/empirical propositions of monetarism: (1) stability of the demand for money, (2) neutrality of changes in the money supply with respect to real equilibrium, (3) rationality of expectations, (4) monetary approach to exchange rate determination and (5) emphasis on quantities rather than prices as operating targets; as well as its ideological premises (A) reduction of inflation as an overriding objective, (B) myopia of policy-makers and (C) aversion to direct controls. The experiences with monetarist strategies of Germany since 1973/74, the United Kingdom and the United States since 1979 are evaluated in the light of monetarist propositions.

Monetarismen er et emne af stor interesse for både økonomiske teoretikere og for beslutningstagere i den økonomiske politik. Som teoribygning har monetarismen tilføjet den makroøkonomiske teori væsentlige nye elementer, hvoraf flere endnu er omstridte. På det praktiske plan er monetaristiske ideer med sjælden hurtighed, når man betragter de økonomiske ideers historie, slået igennem i den i de senere år førte pengepolitik i de fleste vestlige industrilande. Det centrale tema i både den teoretiske og praktiske diskussion er, hvordan man kan lægge sådanne rammer om pengeskabelsen i et land, at man mest effektivt begrænser variabiliteten i pris- og produktionsudviklingen omkring en langtidstrend – dog således, at langtidstrenden for prisudviklingen skal være så nær ved nul som muligt.

Det er ikke muligt inden for rammerne af denne artikel at give en dækkende fremstilling af den teoretiske diskussion. Interesserede kan især henvises til to autoritative indlæg på Royal Economic Society's møde i juli 1980, se Laidler (1981) og Tobin (1981) samt til indlæggene på en konference om rationelle forventninger, McCallum m.fl. (1980); en god dansksproget oversigt over væsentlige dele af

Foredrag holdt i Nationaløkonomisk Forening den 25. maj 1981. Diskussioner med Charles Goodhart, David Laidler, Allan Meltzer og med deltagerne i en øvelsesrække om rationelle forventninger har forbedret fremstillingen. Jeg skylder Jesper Jespersen, Peter Erling Nielsen og Poul M. Thomsen tak for kritiske kommentarer til en tidligere udgave af artiklen; ingen af de nævnte har dog noget medansvar for artiklens nærværende udformning.

Monetarismen – teoretiske principper og praktiske erfaringer

Niels Thygesen

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: The article surveys the main theoretical/empirical propositions of monetarism: (1) stability of the demand for money, (2) neutrality of changes in the money supply with respect to real equilibrium, (3) rationality of expectations, (4) monetary approach to exchange rate determination and (5) emphasis on quantities rather than prices as operating targets; as well as its ideological premises (A) reduction of inflation as an overriding objective, (B) myopia of policy-makers and (C) aversion to direct controls. The experiences with monetarist strategies of Germany since 1973/74, the United Kingdom and the United States since 1979 are evaluated in the light of monetarist propositions.

Monetarismen er et emne af stor interesse for både økonomiske teoretikere og for beslutningstagere i den økonomiske politik. Som teoribygning har monetarismen tilføjet den makroøkonomiske teori væsentlige nye elementer, hvoraf flere endnu er omstridte. På det praktiske plan er monetaristiske ideer med sjælden hurtighed, når man betragter de økonomiske ideers historie, slået igennem i den i de senere år førte pengepolitik i de fleste vestlige industrilande. Det centrale tema i både den teoretiske og praktiske diskussion er, hvordan man kan lægge sådanne rammer om pengeskabelsen i et land, at man mest effektivt begrænser variabiliteten i pris- og produktionsudviklingen omkring en langtidstrend – dog således, at langtidstrenden for prisudviklingen skal være så nær ved nul som muligt.

Det er ikke muligt inden for rammerne af denne artikel at give en dækkende fremstilling af den teoretiske diskussion. Interesserede kan især henvises til to autoritative indlæg på Royal Economic Society's møde i juli 1980, se Laidler (1981) og Tobin (1981) samt til indlæggene på en konference om rationelle forventninger, McCallum m.fl. (1980); en god dansksproget oversigt over væsentlige dele af

Foredrag holdt i Nationaløkonomisk Forening den 25. maj 1981. Diskussioner med Charles Goodhart, David Laidler, Allan Meltzer og med deltagerne i en øvelsesrække om rationelle forventninger har forbedret fremstillingen. Jeg skylder Jesper Jespersen, Peter Erling Nielsen og Poul M. Thomsen tak for kritiske kommentarer til en tidligere udgave af artiklen; ingen af de nævnte har dog noget medansvar for artiklens nærværende udformning.

monetaristisk teori findes i Drud Hansen (1979). De praktiske erfaringer med monetaristiske principper er resumeret i OECD (1979) og (1981) og diskuteret kritisk af Lamfalussy (1981).

Teoretiske principper

Monetarismen har udviklet sig i løbet af de seneste tre årtier som en makroøkonomisk teori, der satte mere og mere fundamentale spørgsmålstejn ved den Keynesianske makroteori. I det følgende vil jeg skitsere fem teser af blandet teoretisk/empirisk indhold og tre mere ideologisk prægede momenter, som for mig at se har været centrale i monetarismens udvikling. De fem teser er:

1. Sammenhængen mellem pengeefterspørgsel og pengeindkomster er stabil på længere sigt.
2. Pengemængdeændringer påvirker på længere sigt kun prisniveauet, ikke ligevægtsværdien af realøkonomiske størrelser («neutralitet«).
3. Forventningsdannelsen er »rationel« og erkender 1 og 2
 - (a) »Policy Evaluation Proposition«
 - (b) »Policy Ineffectiveness Proposition«
4. Valutakursdannelsen er »monetær«, dvs. bestemt af relativ pengepolitik i indland og udland.
5. Mængder snarere end priser (rente, valutakurs) bør anvendes som styringsinstrumenter, og der bør ikke gives diskretionære beføjelser til centralbankerne.

Ad 1. Det tidligste væsentlige synspunkt i den monetaristiske udvikling – især knyttet til Milton Friedman's arbejder – var at genoplive teorien fra de klassiske kvantitetsteoretikere om, at pengeefterspørgselsfunktionen er stabil. Keynes havde i *General Theory* lagt betydelig vægt på ustabilitet i sammenhængen mellem pengemængde og pengeindkomster i samfundet. Dels antog Keynes, at der måtte påregnes en høj renteelasticitet i pengeefterspørgslen, når renten var kommet ned på et relativt lavt niveau, dels antog han, at forventninger om pengepolitikken og dermed om den fremtidige renteutvikling kunne give en ikke ubetydelig ustabilitet i virksomheders og husholdningers ønske om at holde penge ved given pengeindkomst. Der var efter denne opfattelse kun relativt svage muligheder for at påvirke de samlede pengeindkomster på nogen præcis måde gennem styring af pengemængden; hertil var omløbshastigheden for variabel.

I praksis var denne Keynesianske opfattelse i de første 10-15 år efter anden verdenskrig slået igennem i praktisk pengepolitik i form af stabile og lave rentesatser, især i de vesteuropæiske lande. Pengepolitikken blev opfattet som en langsigtet

ramme, der kunne fremme et højt investeringsniveau og dermed den økonomiske vækst, mens hovedbyrden i den mere kortsigtede stabiliseringspolitik var lagt på finanspolitikken. Det er også karakteristisk, at renten i de tidlige store økonomiske modeller fra 1950'erne betragtes som en eksogen størrelse fastsat af de pengepolitiske myndigheder.

Friedman's angreb på denne Keynesianske og officielle tankegang kom i en række empiriske arbejder i løbet af 1950'erne.¹ Det omfattede to punkter. For det første påviste Friedman, at sammenhængen mellem pengemængde og pengeindkomst fra år til år i USA havde været mindst lige så stabil som sammenhængen mellem de samlede udgiftsstrømme af eksogen karakter (det vil især sige de offentlige udgifter) og pengeindkomsterne. Ved hjælp af yderst simple modeller sandsynliggjordes, især i Friedman og Meiselman (1963), at man – med 1930'erne som undtagelse – kunne forklare de samlede indkomsters eller det samlede forbrugs udvikling lige så godt på basis af pengemængden som på basis af de eksogene udgiftsstrømme. Det Keynesianske synspunkt om en ustabil omløbshastighed blev således afvist som et kuriosum, begrænset til alvorlige depressioner. Det andet væsentlige punkt i Friedman's kritik var at påvise, at ændringer i pengemængden ofte havde været en selvstændig årsag til omfattende konjunktursvingninger. Dette illustrerede han især ved en omhyggelig gennemgang af en række konjunkturforløb i USA. Mest berømt blev hans sandsynliggørelse af, at den i 1931 førte pengepolitik havde bidraget stærkt til at fremkalde den kraftige depression i 1932-33. Pengepolitikken var således et magtfuldt økonomisk-politisk instrument til påvirkning af pengeindkomsterne over lidt længere perioder, og det var vigtigt at sikre sig, at de pengepolitiske myndigheder faktisk opførte sig mere stabilt og søgte at lægge en fast kurs. Ustabil adfærd, kombineret med relativt lange og noget variable tidsafstande mellem pengepolitiske kursændringer og virkningerne på pengeindkomsterne gjorde fastere regler for centralbankernes adfærd påkrævede. Friedman konkluderer i en af sine empiriske undersøgelser med følgende markante vurdering af den førte pengepolitik i USA:

In the light of experience the most urgent need is not to have some ever-present back-seat driver who is going to be continually correcting the driver's steering, but to get off the road the man who has been giving the car a shove from one side to the other all the time and making it difficult for the actual driver to keep it on the straight and narrow path.²

1. De centrale arbejder var Friedman (1958) og (1959) samt Friedman og Meiselman (1963), Friedman og Schwartz (1963). En oversigt over Friedman's bidrag findes i Thygesen (1977).

2. Friedman (1958), p. 615.

Andre økonomer har senere ved anvendelse af mere raffineret statistisk teknik undersøgt Friedman's påstande om, at eksogene ændringer i pengemængden havde været det igangsættende element i en række konjunkturbevægelser, og stort set har denne hypotese klaret sig ganske godt i konfrontationen med amerikanske økonomiske data, jfr. bl.a. Sims (1972).

Friedman's tidlige undersøgelser med deres primitive modelstruktur og statistiske teknik inspirerede et kraftigt modangreb fra Keynesiansk orienterede økonomer. I løbet af 1960'erne udvikledes hurtigt store økonometriske modeller af en række industrilande. I lys af disse undersøgelser begyndte der at brede sig en vis optimisme om, at pengepolitikken trods alt kunne bruges ikke blot som en langsigtet ramme om den økonomiske udvikling, men også som et aktivt stabiliseringspolitisk element. I centralbanker og på universiteter udvikledes der modeller, som gav en vis selvtillid med hensyn til mulighederne for en finstyring (»fine tuning«) af den samlede efterspørgsel gennem både finans- og pengepolitik. Det er svært at se, om der egentlig var en forskellig opfattelse i synet på, hvorledes pengepolitikken virkede hos disse Keynesianske økonomer og hos de tidlige monetarister. Begge grupper lagde stor vægt på ændringer i rentesatser, men Friedman og andre monetarister var tilbøjelige til at inddrage i deres kvalitative beskrivelse et spektrum af finansielle og reale markeder i deres vurdering af pengepolitiske påvirkninger. Monetaristerne var således, længe inden inflationen var blevet et udbredt problem, opmærksomme på, at en hurtig pengeskabelse kunne skabe øget efterspørgsel efter reale goder – varige forbrugsgoder og fast ejendom hos husholdningerne, produktionsudstyr hos virksomhederne – direkte og ikke blot via en kompliceret substitutionsproces gennem de finansielle markeder. Efterhånden som nogle af disse elementer trængte ind i de store Keynesiansk inspirerede modeller, fik man nogenlunde ensartede vurderinger af pengepolitikens langsigtede virkninger dér som i de simple monetaristiske modeller; derimod tilbagstod der betydelig uenighed omkring finanspolitikens virkninger.³

Ad 2. Den anden hovedtese kom med genoplivelse af den klassiske forestilling om, at ændringer i pengemængden på langt sigt er neutrale i relation til produktionsudviklingen, dvs. at en forøgelse af pengemængden efter en længere tilpas-

3. Der er næppe egentlig tvivl om, at finanspolitiske indgreb har en betydelig kortsigtet virkning på den samlede efterspørgsel og ikke blot på helt kort sigt, omend effekterne afdæmpes af modgående bevægelser i de private udgiftsstrømme – »crowding-out« – selv om man ikke er nær fuld beskæftigelse. Endvidere må flere typer af finanspolitiske indgreb ventes at påvirke udbudssiden, jfr. diskussionen om »supply-side economics«. Denne diskussion om finanspolitikken er dog af begrænset relevans for monetarismens teoretiske udvikling.

ningsproces stort set alene afspejler sig i en procentvis tilsvarende stigning i prisniveauet. En vurdering af opdelingen af de påvirkninger, der udgik fra pengeforsyningens ændringer på henholdsvis mængde- og prisændringer, var ikke indeholdt i den tidlige monetaristiske teori, der alene foregav at være en teori om sammenhængen mellem pengemængde og pengeindkomster. En sådan opdeling på reale og prismæssige effekter er selvsagt helt central for en vurdering af ønskeligheden af en aktiv pengepolitik. Normalt vil de pengepolitiske myndigheder være interesseret i at presse produktion og beskæftigelse op til det højest mulige niveau uden at få uacceptable virkninger på prisniveauet.

De Keynesianske modeller var fra ca. 1960 blevet udbygget med den såkaldte Phillips-kurve – en relation, der så stigningstakten i pengelønnen som overvejende bestemt af »balancen på arbejdsmarkedet«, udtrykt ved ledighedsprocenten eller ved andre mere raffinerede indikatorer. Jo højere beskæftigelsesniveau, man nåede op på, jo kraftigere inflation måtte man acceptere. Tankegangen om et bytteforhold – et »trade off« – mellem disse to størrelser var central i den økonomisk-politiske rådgivning, som Keynesianske økonomer udøvede gennem 60'erne. Man havde fået udbygget den simple Keynes-model, hvor løn- og prisniveauet var trægt bevægelige og overvejende eksogent bestemt, til at kunne anvendes i perioder med inflation. Det var samtidig en tankegang, som var nem at forstå for politiske beslutningstagere; den gav dem tilsyneladende en valgmulighed mellem forskellige kombinationer, hvor deres forskellige politiske opfattelser kunne finde udtryk.

Monetaristerne, repræsenteret igen af Friedman (1968)⁴, fastslog, i første omgang som et kvalitativt skøn, at der ikke på længere sigt kunne være tale om et varigt bytteforhold mellem inflation og beskæftigelsesgrad. Når det kunne tage sig sådan ud, skyldtes det utilstrækkeligt hensyn til forventningsdannelsen eller med andre ord en urealistisk grad af pengeillusion hos arbejdsmarkedets parter. I realiteten vil løn- og dermed prisudviklingen afhænge ikke blot af den aktuelle balance på arbejdsmarkedet, men også af de indbyggede inflationsforventninger. På ethvert tidspunkt vil der være et bestemt niveau for ledigheden på arbejdsmarkedet, ved hvilken inflationstakten vil være konstant. Ved lavere ledighedstal vil inflations-takten stige, ved højere ledighed vil den falde. Beliggenheden af den såkaldte »naturlige ledighed« – jeg anvender dette udtryk uden normative overtoner, men alene fordi den mere korrekte og fyldige beskrivelse, nemlig den ledighed, ved hvilken inflationstakten er stabil, ikke er særlig bekvem – bestemmes af struktu-

4. Formentlig er denne Friedman's Presidential Address i American Economic Association det væsentligste enkeltbidrag til monetarismens udvikling. Tilsvarende hypoteser blev dog samtidig formuleret af Phelps (1967).

relle, især demografiske og lovgivningsmæssige faktorer på arbejdsmarkedet. Blandt de væsentligste af disse sidste kan nævnes reglerne for arbejdsløshedsunderstøttelse og minimalløn. Jo større andel understøttelsen udgør af en normal timeløn, jo længere må man vente, at arbejdstagerne vil være villige til at søge efter nyt job, og desto højere vil ledigheden dermed være.⁵ Tilsvarende vil en forhøjelse af minimal-lønnen ved at fjerne en del af efterspørgslen efter arbejdskraft øge den naturlige ledighed. Undersøgelser fra en række industrilande tyder på, at såvel demografiske som lovgivningsmæssige ændringer i de seneste 10-15 år har skubbet den beskæftigelsesgrad, man kan stile imod gennem en efterspørgselsstyrende politik uden at få stigende inflation, kraftigt i vejret. Det er ikke noget tilfælde, at monetaristerne har igangsat (omend de langt fra har monopol på) denne nyere arbejdsmarkeds-teori; det ligger i forlængelse af klassisk økonomisk teoris sondring mellem realløn og monetært.

Den centrale forskel mellem den monetaristiske og den Keynesianske opfattelse kan sammenfattes derhen, at monetaristerne har en mikroorienteret, realøkonomisk teori om arbejdsmarkedets funktionsmåde og den grundopfattelse, at markedslikevægten ikke lader sig påvirke gennem efterspørgselsstyrende, herunder pengepolitiske indgreb; mens Keynesianerne opfatter beskæftigelsen som overvejende makroøkonomisk bestemt. En modsvarende forskel findes i synspunkterne på inflationen: monetarister har en makroorienteret forklaring - for kraftig penge-skabelse - Keynesianerne (om nogen) en mikroorienteret opfattelse, hvor træghe-der, mark-up prisfastsættelse og ad-hoc elementer spiller en betydelig rolle.

Hvorledes er nu sammenhængen mellem forventet og faktisk inflation og beskæftigelsesniveauet? Som Laidler (1981) har påpeget, har fortolkninger af den (med forventningerne) udvidede Phillips-kurve gennemløbet to stadier. I den tidlige og stadig Keynesiansk prægede fortolkning reagerer udbyderne af varer og arbejdskraft på de signaler, som beskæftigelsesgraden - mere præcist forskellen mellem faktisk og naturlig ledighed - og andre anvendelige mængdeindikatorer giver, idet de lægger deres prisfastsættelse, hhv. lønkrav, relativt til den forventede inflation ud fra disse oplysninger. Det, der interesserer såvel arbejdstagere som producenter, er hvorledes priserne på den arbejdskraft eller de varer der udbydes, udvikler sig i forhold til det generelle prisniveau. Med denne interesse for realløn, hhv. relativ pris, kommer spørgsmålet om, hvorledes forventningerne dannes og hvor kraftigt de slår igennem i den observerede inflation, i centrum. Monetaristerne fandt ingen grund til at antage, at forventet inflation ikke fuldt ud slog igennem i den obser-

5. For en dansk undersøgelse af denne problemkreds, se Blomgren-Hansen og Knøsgård (1980).

verede inflation og en række empiriske undersøgelser fra omkring 1970 tydede på, at dette var en rimelig antagelse. I denne fase accepteredes det endnu, at der kunne være betydelige trægheder i forventningsdannelsen, cf. nedenfor om den senere fremhævelse af rationelle forventninger.

Den anden konkurrerende fortolkning af Phillips-kurven anlagde, som Friedman (1974), (1977) har gjort det i sine senere arbejder, den afgørende vægt på en rent mikroorienteret ligevægtsmodel. Den vigtigste drivkraft i en realøkonomisk ekspansion måtte være afvigelsen mellem forventet og faktisk prisudvikling. Hvis udbyderne af arbejdskraft og producenterne oplevede en kraftigere stigning end forventet i pengeløn, hhv. salgspris, ville de øge deres udbud under indtryk af, at de så en reallønsstigning, hhv. en stigning på salgsprisen i forhold til det almindelige prisniveau. Denne fortolkning af Phillipskurven, som især er knyttet til arbejder af Lucas (1972), Sargent og Wallace (1975) og Barro (1976), er en anvendelse af generel ligevægtsteori, hvor agenterne reagerer på prissignaler ved at tilpasse den udbudte mængde. Denne nyklassiske skole tager således udgangspunkt i en ligevægtsmodel, hvor priser og lønninger tilpasser sig således, at markederne clearer. At dette skulle give en rimelig beskrivelse af det seneste tiårs økonomiske erfaringer, bestrides ihærdigt af Keynesianerne, men også af monetarister, der hælder til den første fortolkning af Phillips-kurven som et uligevægtsfænomen. Men virkeligt radikale forskelle kommer først frem, når man kombinerer den udvidede Phillips-kurve med en antagelse om, at forventningsdannelsen er rationel.

Alt i alt førte selve den systematiske hensyntagen til forventningsdannelsen til en væsentligt mere pessimistisk vurdering af et stabilt og anvendeligt »trade-off« mellem mere inflation og mindre ledighed. I kombination med hypotesen om den naturlige ledighed gav udvidelsen af Phillips-kurven med forventningerne kun svage forhåbninger om, at der mere varigt kunne opnås større produktion og beskæftigelse gennem en ekspansiv pengepolitik og anden efterspørgselsstyrende politik, som lod de faktorer, der påvirker den realøkonomiske ligevægt, uændrede; på langt sigt er pengemængdeændringer neutrale.

Ad. 3. Med denne ændring af den stabiliseringspolitiske problemstilling kom forventningsdannelsen i centrum. Den tredje monetaristiske tese var at påpege, at der havde udviklet sig en iøjnefaldende uoverensstemmelse mellem udviklingen (og hovedsynspunktet) i økonomisk teori på den ene side og de til økonomisk-politiske analyser anvendte makroøkonomiske modeller på den anden side. Den økonomisk-teoretiske grundhypotese er, at agenterne i deres forventningsdannelse som i anden økonomisk adfærd søger at samle sig den bedst mulige information om det fremtidige forløb af de størrelser, der er af betydning for deres handlinger, herunder om den forventede inflation. De vil ikke savne relativt let tilgængelig information

herom i nyhedsmedierne og i deres egne erfaringer. Men modelbyggerne havde valgt en anden og mere håndfast fremgangsmåde ved at antage, at forventningerne om fremtidige pris- og lønbevægelser på arbejds- og varemarkedet dannedes alene på grundlag af historiske erfaringer, hvor selvsagt fortiden indgik med en stadigt aftagende vækst. Modellerne åbnede typisk ikke mulighed for, at agenterne kunne tage samtidige og forventede fremtidige begivenheder af betydning for inflations-takten i betragtning ved dannelsen af forventningerne.

Den monetaristiske hypotese er, at agenterne typisk vil danne deres forventninger »rationelt«, dvs. ved at udnytte information, som er relevant og tilgængelig med rimelig omkostninger. Dette synspunkt er ikke blot baseret på almindelige økonomisk-teoretiske overvejelser, men også på en erkendelse af, at den traditionelle måde at behandle forventningsdannelsen på, var blevet helt utilfredsstillende i en periode med stigende inflation. Formentlig havde agenterne i f.eks. USA i 60'erne ingen umiddelbar klar erkendelse af, at inflationen var ved at tiltage, men i slutningen af 1960'erne og begyndelsen af 1970'erne med den stærkt stigende og svingende inflation, ville de hurtigt erkende tåbeligheden i kun at se på historiske erfaringer. Også den endnu relativt beskedne litteratur om måling af folks forventninger peger i retning af rationalitet i denne forstand. Herunder vil agenterne typisk forsøge at vurdere den løbende økonomiske politik for at danne sig det mest pålidelige indtryk af den sandsynlige økonomiske udvikling. Udelod de sådan og anden relevant information, ville de begå systematiske fejl, der ville koste dem dyrt i kommende perioder. Det er ikke nogen indvending imod dette synspunkt at konstatere, at agenterne utvivlsomt på mange tidspunkter *har* taget fejl, ikke blot enkeltvis, men også i gennemsnit; indbygningen af rationelle forventninger siger blot, at man ikke kan forvente, at en adfærd, der leder til systematiske fejl, vil blive opretholdt.

Den særlige drejning, som monetaristerne giver denne indbygning af rationelle forventninger i almindelige makroøkonomiske ræsonnementer, er, at agenterne vil lægge stor vægt på oplysninger om pengemængdeudviklingen i deres vurdering af den fremtidige inflation. De antages således i store træk at kende og acceptere de to første monetaristiske konklusioner om pengeefterspørgsels stabilitet og pengemængdeændringers langsigtede neutralitet.

Når hypotesen om rationelle forventninger kombineres med de første to monetaristiske teser, følger to stærke konklusioner om den økonomiske politik i almindelighed og pengepolitikken i særdeleshed. Den første af dem er den såkaldte *policy-evaluation proposition*, som Lucas (1976) har formuleret. Det understreges i denne tese, at inflationsforventningerne ikke er invariante, når der sker en ændring i det økonomisk-politiske régime. Indbygget i forventningerne om, hvorledes prisniveauet

vil udvikle sig, er en opfattelse af, hvorledes de pengepolitiske myndigheder hidtil typisk har reageret på konkrete økonomiske-politiske udfordringer. Hvis der f.eks. hidtil er blevet ført en aktiv stabiliserings-politik, og der ved et politisk valg sker et systemskifte i monetaristisk retning, kan man ikke længere bruge økonometriske modeller fra fortiden til at vurdere bytteforholdet mellem arbejdsløshed og inflation, eller mere konkret, hvilken arbejdsløshed man vil skabe gennem en anti-inflationspolitik. Denne tese er rettet mod keynesianske økonomer som Okun (1978) og Modigliani og Papademos (1978), som med stor styrke i den amerikanske debat i midten af 70'erne fremførte, at en stramning af pengepolitikken og langsigtede snævre måltal for pengeforsyningen kun ville give et helt marginalt bidrag til en nedbringelse af inflationstakten.

The policy-evaluation proposition siger således, at en ny anti-inflationspolitik vil være langt mere effektiv, når den annonceres klart som en troværdig og varig politik. Et nøgleord i den pengepolitiske diskussion, som i sikkerhedspolitikken, er derfor blevet troværdighed – »credibility«. Hvis en pengepolitisk kursændring ikke er troværdig, vil den miste en væsentlig del af sin effektivitet.

Den anden tese, der følger af den rationelle forventningsdannelse kombineret med den ligevægtsorienterede fortolkning af Phillips-kurven, er den såkaldte *policy-ineffectiveness proposition*, der siger, at systematiske stabiliseringspolitiske indgreb fra de pengepolitiske myndigheder – f.eks. i form af at pengepolitikken lempes, når arbejdsløsheden passerer en vis tærskel i opadgående retning, og strammes, når den passerer tærskelen i modsat retning – ikke har nogen indflydelse på det real-økonomiske forløb. Når agenterne har gennemskuet de pengepolitiske myndigheds handlingsmønstre, vil dette ikke længere have nogen selvstændig effekt på produktion og beskæftigelse, jfr. McCallum (1980). Kun tilfældige afvigelser derfra eller egentlige kursændringer, jfr. policy-evaluation proposition ovenfor, vil give reale virkninger, men i det første tilfælde – de tilfældige afvigelser – vil der selvsagt normalt være tale om, at de pågældende virkninger er uønskede ud fra det hovedsynspunkt, at pengepolitikken opgave er at gøre variabiliteten i pris- og produktionsudviklingen mindst mulig.

Disse to teser fører således til den radikale anvisning, at de pengepolitiske myndigheder mest muligt bør holde sig på en fast kurs, idet agenterne på de finansielle og de reale markeder ellers vil få sværere ved at fortolke, hvad der faktisk foregår. Hvis de f.eks. overrasker markederne ved at føre en rentestabiliseringspolitik i en periode, hvor der er lagt mål for den samlede pengeforsyning, vil de komme til at udvide pengemængden for meget under et opsving, således at inflationen får et skub opad, og for lidt under tilbageslaget, således at der udøves et utilsigtet deflationært pres. Der kan således være reale virkninger i pengepolitikken, men de vil tage form af utilsigtede fluktuationer i aktiviteten.

Konklusionen om umuligheden af en systematisk stabiliseringspolitik med pengepolitiske midler er langt fra generelt akcepteret. Selv ikke dens tilhængere tager den for andet end et udgangspunkt, der skal mane til mindre ambitioner i pengepolitikken med hensyn til stadig finjustering af det økonomiske forløb.⁶ De pengepolitiske myndigheder har simpelthen ikke information til at kunne tilrettelægge en sådan politik.

Ad. 4. Den fjerde monetaristiske tese vedrører udbygningen af den hidtidige model med mere omfattende finansielle markeder. Efter overgangen til flydende kurser har man interesseret sig for udbygningen med et *valutamarked*, hvor kursen mellem indlandets og udenlandske valutaer dannes på markederne for finansielle aktiver. På disse markeder gør tilstedeværelsen af professionelle, højt specialiserede agenter hypotesen om rationelle forventninger mere umiddelbart nærliggende end tilfældet er på arbejds- og varemarkederne. Valutahandlerne vil omhyggeligt analysere udviklingen i pengepolitikken og i de pengepolitiske hensigter i de to lande for at få det bedst mulige grundlag for at vurdere den fremtidige valutakurs. Gennem en sådan rationel forventningsmekanisme vil man få forstærkede virkninger på valutakursdannelsen af både tilfældige og mere varige udsving i pengepolitikken. Det er klart, at sådanne udsving, som normalt først efter en lang periode vil blive modsvaret af tilsvarende forskelle i inflationstakt, vil have betydelige midlertidige reale virkninger, jfr. omtalen nedenfor af Storbritannien. Den fjerde tese giver den realistiske tilføjelse, at forskelle i tilpasningshastigheden på de forskellige markeder kan spille en væsentlig rolle for korttidstilpasningen af en økonomi til ændret relativ pengepolitik.

Når det kommer til en mere langsigtet ligevægtsteori for samspillet mellem pengemængde, prisudvikling og inflation, står monetaristerne imidlertid også her på den klassiske teoris grund, hvorefter *købekraftsparitet* skulle karakterisere den langsigtede ligevægt, dvs. at valutakurserne tilpasser sig således, at prisudviklingen i to lande får en stærk tendens til at forløbe parallelt, når den måles i en fælles møntenhed. Men her er der tale om en langsigtet tendens, der kun giver begrænset vejledning for den økonomiske politik på kortere sigt.⁷

Ad. 5. Den femte monetaristiske tese er af mere teknisk karakter og kan måske siges at være en konsekvens af den tredje, hvorefter det er afgørende for pengepolitikken gunstige virkninger på prisudviklingen og for at undgå, at den får util-

6. Det er trods alt ikke mere end fem år siden, at staben i Federal Reserve System alvorligt diskuterede gennemføreligheden af en pengepolitik i overensstemmelse med optimal kontrolteori – altså en ekstremt systematisk fremgangsmåde. For en stærk kritik af anvendeligheden af sådanne metoder se især Brunner (1980).

7. Se i øvrigt Mussa (1979) og Bilson (1979) for oversigter over monetær valutakurstheori.

sigtede realøkonomiske effekter, at de pengepolitiske myndigheder holder sig så nær som muligt til de monetære måltal. Denne konklusion indebærer, at monetaristerne må vise stærk interesse for, hvorledes centralbankerne tilrettelægger de procedurer, der skal sikre opfyldelsen af måltallene, og der har i de seneste år været en livlig debat mellem centralbankerne og deres monetaristiske kritikere om fordele og ulemper ved at bruge korte rentesatser, hhv. den primære pengeforsyning – den monetære base – som det væsentligste styringsinstrument.

Spørgsmålet om det giver en mere præcis styring af den bredere pengeforsyning at bruge den monetære base frem for korte rentesatser er klart af empirisk karakter, og det forekommer på forhånd vanskeligt at have stærke synspunkter herpå og i øvrigt usandsynligt, at valget skulle være det samme til enhver tid. Centralbankerne har traditionelt haft forkærlighed for at styre ved hjælp af de korte rentesatser, som dannes i interbank-markedet, evt. markedet for helt korte statspapirer. Én operationel fordel herved er, at det er lettere til enhver tid at give instrukser til dem, der skal foretage centralbankens markedsoperationer, og at sikre sig, at de bliver overholdt. Ulempen er, at centralbankerne, i al fald historisk, har holdt rentestyringsinstrumenterne fast for længe, hvorved de er kommet til at destabilisere de finansielle markeder.

Diskussionen har fået næsten ideologiske overtoner i de seneste år i UK og USA, hvor de to centralbankers monetaristiske kritikere er gået så vidt som til at beskyldte centralbankerne for at undergrave pengepolitikens effektivitet ved at nægte at modificere deres procedurer i retning af større vægt på styring af den monetære base efter klare regler. Herved har diskussionen genoptaget et tema fra den liberale Chicago-skole, som allerede i 1930'erne og 1940'erne formulerede en stærk præference for at tilrettelægge økonomisk politik gennem regler snarere end ved at give centralbankerne vidtstrakte diskretionære beføjelser. Det, der taler for at sætte klare regler, er især at minimere fejltagelser i pengepolitikens tilrettelæggelse, men også at give centralbankerne mere præcist afgrænsede opgaver og ansvar.

Det er allerede fremgået flere steder i omtalen af de fem monetaristiske teser, at det er mere end svært at trække grænsen mellem tesernes økonomisk-teoretiske, evt. empiriske indhold og deres politisk-ideologiske præmisser. Andre ville måske have draget grænsen et andet sted, men jeg finder det hensigtsmæssigt til de ovenfor nævnte fem teser at føje tre præmisser, som har et væsentligt politisk-ideologisk indhold, og som næppe lader sig afkræfte gennem rent økonomiske ræsonnementer. De tre præmisser er:

- A. Nedbringelsen af inflationstakten har højeste prioritet i den økonomiske politik;

- B. Den politiske beslutningsproces er kortsynet; og
- C. Direkte reguleringer, herunder indkomstpolitik, har store velfærdsomkostninger.

Ad. A. Montaristerne ser inflationen som et meget væsentligt problem. Ganske vist ville de fleste montarister utvivlsomt indrømme, at en inflationstakt, som er fuldt ud forventet, kun har meget begrænsede virkninger; hele drivkraften i den dynamiske teori, som monetaristerne har udviklet, bygger på forskelle mellem forventet og ikke-forventet inflation. Men den ikke-forventede inflation er vanskeligere at undgå, jo højere den faktiske inflationstakt er, og den giver anledning til fordelingsvirkninger og allokeringsevirkninger, som typisk er af uønsket karakter. I kombination med skatteregler, som er indrettet efter rent nominelle principper, skaber inflationen yderligere problemer, som det er velkendt fra den danske diskussion. Finansielle markeder forvrides, og nogle af dem forsvinder, under stigende inflation, fordi de ikke har mulighed for at tilpasse deres rentesatser svarende til inflationsudviklingen.⁸ Værdiforringelsen af likvide beholdninger fører til en samfundsøkonomisk u hensigtsmæssig økonomisering med disse. Disse uheldige virkninger af en uforudset inflation kan modificeres og er ved at blive det i mange lande, men det er en proces, som tager lang tid, og som møder stærk politisk modvilje. Hertil kommer, at selve det, at nogle lande lægger stor vægt på at reducere inflationen snarere end lære sig at leve med den – USA og Tyskland er eksempler herpå – gør det mere påkrævet for de resterende at følge samme udvikling. Gør de ikke det, er risikoen for betydelig ustabilitet i valutakursrelationerne let til stede, og det bliver i alt fald umuligt at indgå i fast valutakurs-samarbejde med de lande, som har en målsætning om at eliminere inflationen i videst muligt omfang.

Man kan mene, som Harry Johnson (1971) udtrykte det i et berømt foredrag om den »monetaristiske kontrarevolution«, at monetarismen på lidt længere sigt var dømt til at træde i baggrunden, fordi den beskæftigede sig med et mindre væsentligt problem, nemlig inflationen, end det, der havde optaget de Keynesianske økonomer, nemlig tilvejebringelsen af en høj beskæftigelsesgrad. Det må i alt fald hidtil konstateres, at denne vurdering fra Johnson's side ikke har været rigtig, og at den politiske udvikling med stigende vægt på inflationsbekæmpelse som en hovedmålsætning for den langsigtede økonomiske politik har virket befordrende på monetarismens gennemslag i praktisk økonomisk politik.

8. Eksempler herpå findes især i lande, hvor boligbyggeriet finansieres af sparekasselignende institutioner, som udkonkurreres på indlånssiden gennem nye typer af finansielle aktiver, som er mere attraktive for den almindelige indskyder.

Ad. B. Det andet mere ideologisk prægede synspunkt i monetarismen er, at de politiske beslutningstagere er vanskelige at stole på, fordi de uundgåeligt har en for kortsigtet horisont. Denne horisont vil i bedste fald gå frem til næste valg, men vil ofte være endnu kortere. Det medfører en åbenbar fare for, at den idealiserende beskrivelse af stabiliseringspolitiske beslutninger som truffet ud fra en overordnet samfundsøkonomisk optimering bliver urealistisk. Denne holdning, som monetarister ofte vil falde tilbage på, når de møder nærgående kritik af deres mere teoretisk prægede formuleringer, er utvivlsomt af betydelig relevans. En række undersøgelser fra de senere år af bl.a. Lindbeck (1976) og Paldam (1979) tyder på, at det økonomiske forløb i en række industrilande har været præget af politiske cykler i den forstand, at den økonomiske politik systematisk er blevet lempet op imod nationale valg og strammet efter dem. Det gælder også pengepolitikken trods delegationen af denne til centralbanker med en vis uafhængighed.

Ad. C. Et tredje ideologisk element er modviljen mod direkte reguleringer, især indkomstpøolitik i den betydning og udformning, begrebet har fået i en række industrilande i løbet af 1960'erne og 1970'erne. Til dels må denne modvilje dog siges at være empirisk funderet; omhyggelige undersøgelser af de britiske og amerikanske erfaringer med lønpauser, prisstop m.m. tyder ikke på, at der har været andet end helt midlertidige virkninger. Lignende konklusioner nås i en undersøgelse af den svenske prisreguleringspolitik, Prisreguleringskommittén (1981). Der er også tegn på, at den selv i de lande, hvor man normalt har vurderet indkomstpøolitik højere – f.eks. de skandinaviske – kan ske en overbelastning af det politiske system, når det skal tage et mere direkte ansvar for fastsættelsen af indkomst-udviklingen; det kan da vise sig nødvendigt at give så omfattende skattelettelser, prissubsidier og andre kompensationer, at den samlede stabiliseringspolitiske effekt bliver mer end tvivlsom. Den demokratiske proces synes vanskeligt at kunne påtage sig et direkte ansvar for indkomstfordelingen.

Selv uden disse makroøkonomiske erfaringer ville monetaristerne utvivlsomt være med end skeptiske over for tanken om, at en stram indkomstpøolitik skulle kunne betragtes som et muligt alternativ i en antiinflationspolitik til styring af pengemængden. Direkte indgreb i pris- og løndannelsen virker under alle omstændigheder bremsende på en ønskelig fleksibilitet i de relative priser og dermed på effektiviteten i en markedsorienteret økonomi. De velfærdsøkonomiske tab ved reguleringer mere end opvejer den beskedne og midlertidige hjælp til en nedbringelse af inflationstakten, som indkomstpøolitikken kunne bidrage med. Her er monetaristerne ganske på linie med den ideologiske hovedtese hos en anden ny retning i økonomisk politik, »supply-side economics».

Alt i alt er det hovedindtryk, der står tilbage efter opregningen af det økono-

misk-teoretiske og ideologiske indhold i monetarismen, at den må betegnes som en lære om fejltagelser og begrænsninger i den økonomiske politik. Det er derfor nærliggende at betegne den som en *ydmydighedsfilosofi* sammenlignet med de ambitioner, som Keynesiansk orienterede økonomer har haft på det stabiliseringspolitiske område. Det monetaristiske hovedsynspunkt er, at man hverken kan løse strukturproblemer eller realøkonomiske stabiliseringsproblemer gennem pengepolitikken. Den kan hverken skabe (eller fastholde) beskæftigelse i industrier med lav produktivitet eller fastholde en høj beskæftigelsesgrad i en situation, hvor der sker relative stigninger i arbejdsløshedsunderstøttelse eller i minimumslønnen relativt til de gennemsnitlige lønninger på arbejdsmarkedet, indgreb der presser den naturlige ledighed op. Det er sådanne faktorer og ikke en stram pengepolitik, der skaber ledighed; en lempeligere pengepolitik kan måske udskyde ledigheden noget, men ikke forhindre den.

I erkendelse af denne manglende evne til at påvirke realøkonomiske variable, men nok til at skabe forstyrrelser på kort sigt, har monetaristerne draget den konklusion, at man ville være bedst tjent med relativt stive regler for pengepolitikens tilrettelæggelse, også på kortere sigt. Forslaget om en fast procentvis vækstrate for pengeforsyningen var oprindeligt et intuitivt præget forslag fra Friedman i 1959 - et »conjecture« - men det har fået sin teoretiske underbygning gennem det sidste tiårs udvikling af makroteorien og indbygningen af de rationelle forventninger. Det er samtidig slået igennem i praktisk pengepolitik.

Praktiske erfaringer

I løbet af de senere år har en række industrilande indført måltal for pengeforsyningen. I USA begyndte centralbanken allerede i 1966 og påny i 1970 at give visse koncessioner til monetaristiske synspunkter ved eksplicit at indføre målsætninger for udviklingen i den samlede pengeforsyning. Men først i midten af 1970'erne slog sådanne måltal mere generelt igennem, men da også med stor styrke. Tyskland og Schweiz offentliggjorde for første gang måltal i december 1974, USA og Canada fulgte efter et halvt år senere, og Storbritannien, Frankrig og Australien gjorde noget lignende i 1976. I en oversigt fra OECD (1979) over alle disse initiativer og deres baggrund omtales den ny form for pengepolitik som »*target-constrained*«. Heri ligger, at de pengepolitiske myndigheder eksplicit har afgivet noget af deres handlefrihed til en pengepolitisk regel.

Det kan forekomme overraskende, at måltal for pengeforsyningen i et sådant omfang samtidigt slog igennem i en række betydningsfulde lande. Det skyldes næppe, at man i centralbankerne og finansministerierne havde læst den publicerede litteratur om de rationelle forventninger, men snarere den praktiske konsta-

tering, at man ikke havde kunnet få styr på inflationsudviklingen efter den kraftige højkonjunktur i 1972/73 og olieprischokket i slutningen af 1973, og at valutamarkederne under systemet med friere flydning havde udviklet en voldsom ustabilitet. På denne baggrund var de pengepolitiske myndigheder blevet stærkt interesseret i at støtte stabiliserende kræfter i de finansielle markeder og så en nyttig mulighed herfor gennem offentliggørelse af pengepolitiske måltal.

Gennemgående må det siges, at disse måltal er blevet fastholdt, at de har været vigende - selv efter at det andet olieprischok gav de fleste landes prisniveau et yderligere skub opad - men også, at de har haft virkninger, som i mange lande beklages. Hertil hører kraftige overgangsvise virkninger på produktion og beskæftigelse, høje og svingende rentesatser, især i USA, og stadige forstyrrelser på valutamarkederne gennem skiftende fortolkninger af de enkelte landes pengepolitik. Opfyldelsen af de monetære måltal synes at have ført til et noget højere niveau for reale rentesatser på de finansielle markeder i de fleste industrilande, således at de private investeringer i fast realkapital er blevet dæmpet. Der synes også at have været tendenser til, at de finansielle markeder er blevet forstyrret, og at visse grupper af institutioner er blevet stærkt truede under det ny system. I USA er de traditionelle sparekasser (Savings and Loan Associations) således ved at glide definitivt bagud i konkurrencen med banker og navnlig med institutioner, der kan tilbyde mere variable og tiltrækkende rentesatser, især de nye »money market funds«. I europæiske lande taler man især om øget substitution til euro-valutamarkederne og mere generelt om det fænomen, der er blevet kaldt »Goodhart's lov«:⁹ at en pengemængdestørrelse, som myndighederne sætter meget ind på at kontrollere, vil få sin betydning i det finansielle system undermineret, fordi agenterne finder kanaler uden om de finansielle institutioner, hvis passiver indregnes i pengemængden. I sin yderste konsekvens er en sådan proces ødelæggende for anvendelsen af et enkelt måltal.

Denne kritik af monetarismens virkninger er udbredt i mange lande, og man kunne på den baggrund forvente, at monetaristerne til gengæld var tilfredse med den udbredelse, deres forslag havde fået - med en kortere forsinkelse end man på forhånd kan have troet mulig. Der er imidlertid i dag en stærk kritik fra monetarister af udformningen af den politik, der føres i de ledende industrilande. Uden at bestride at der er gjort fremskridt, hævder monetaristerne, at man ikke er gået konsekvent nok til værks i opfyldelsen af deres anbefaling. I det følgende vil jeg se på nogle af disse erfaringer og den nævnte kritik belyst ved eksempler fra tre lande: Tyskland siden 1973-74, Storbritannien og USA siden 1979.

9. Efter Charles Goodhart, Chief Adviser i Bank of England.

Det første og klareste eksempel på indførelsen af en monetaristisk politik er *Tyskland* i 1973-74. Den tyske økonomi havde oplevet en kraftigt accelererende inflation fra næsten nul i tilbageslaget 1967 frem til omkring 7 pct. under højkonjunktoren i 1972-73; denne acceleration var sket på trods af to betydelige revalueringer af D-Marken i 1969 og 1971. I 1973 blev Bundesbanken frigjort fra sine forpligtelser til at intervenere over for dollaren; til trods for de bestående kursrelationer med det lille antal andre europæiske lande, som deltog i slangesamarbejdet, havde Bundesbanken genvundet det meste af sin evne til at forfølge en mere selvstændig pengepolitik. I foråret 1973 reducerede man den monetære base i et drastisk tempo, og stigende tyske rentesatser fremkaldte en yderligere betydelig appreciering af DM. Men trods disse kraftige deflationære tendenser fortsatte inflationstakten med at stige, især efter den første olieprisforhøjelse i slutningen af 1973. Lønkravene i Tyskland nåede i foråret 1974 op på et højt utypisk niveau af 15-18 pct., og de offentligt ansatte opnåede faktisk en 12-13 pct.s lønforhøjelse.

Gennem kalenderåret 1974 fastholdt Bundesbanken en ikke-annonceret målsætning om kun 6 pct. vækst i centralbankpengemængden, som man havde udvalgt som sit hovedmål.¹⁰ Den skarpe konflikt mellem udviklingen i de samlede pengeindkomster og i, hvad Bundesbank i sine rapporter manende kalder »den pengepolitiske frakke«, skabte en kraftig recession, idet ledigheden steg med næsten 2 millioner. Men denne såkaldte stabiliseringskrise gjorde kraftigt indhug i inflationsforventningerne; den faktiske inflationstakt forblev omkring 7 pct. (i forbrugerpriserne) til trods for de højere oliepriser, og lønstigningstakten faldt til et lignende niveau i begyndelsen af 1975.

Bundebanken offentliggjorde for første gang en årlig målsætning for centralbank-pengemængden i december 1974 og har siden holdt fast ved denne formulering med relativt små ændringer. Man startede med et måltal på 8 pct. i de tre første år og derefter et interval, som gradvis er skrumpet fra 6-9 pct. ned til 4-7 pct. for 1981. Måltallet blev overskredet moderat i 1975-77 og kraftigt i 1978, da Bundesbanken igen intervenerede både for at støtte dollaren og forskellige europæiske valutaer. Siden 1979, dvs. efter at de løbende underskud over for udlandet er dukket op, har den faktiske vækst i centrabank-pengemængden ligget i den nedre halvdel af det interval, som Bundesbanken har sat, og i perioder under den nedre grænse.

10. Centralbank-pengemængden er summen af publikums beholdninger af primær likviditet og bankernes lovbundne reserver ved de reservekrav, som var gældende i januar 1974. En fyldig diskussion af de tyske erfaringer findes dels i Bundesbankens og i Det tyske økonomiske Råds (Sachverständigenrat) årlige beretninger, dels i mere koncentreret form hos Gutowski m.fl. (1980).

Såvel økonomisk-politiske beslutningstagere som mere uafhængige iagttagere er enige om, at måltallene har haft en betydelig indflydelse på inflationsforventningerne til trods for disse midlertidige afvigelser fra målsætningerne. Fagforeninger og arbejdsgivere blev gennem stabiliseringskrisen i 1974 advaret om, at væksten i den samlede efterspørgsel kunne blive alvorligt begrænset gennem en stram pengepolitik. Denne tidlige erfaring med monetarismen havde nærmest karakter af en chokbehandling, mens den politik, som er blevet ført siden annonceringen af måltal i december 1974, må betegnes som en gradualistisk politik. Under alle omstændigheder frembyder de tyske erfaringer en illustration af, hvorledes det er muligt at påvirke pris- og lønudviklingen mere direkte gennem at annoncere en troværdig pengepolitisk målvariabel. Faktisk er denne sidste blevet noget, der ligner en indirekte norm for pris- og lønudviklingen, men uden de stivheder og forvridninger, som en direkte indkomstpolitisk norm typisk medfører.

Det er næppe muligt at give nogen kvantitativ vurdering af det specifikke bidrag fra de pengepolitiske måltal til den bemærkelsesværdige opbremsning i inflations-takten fra 1974 til 1977-78. Årsagen hertil er, at formuleringen og bekendtgørelsen af målsætningen er en del af et omfattende forhandlingsforløb - »konzertiertes Aktion« - som involverer både regeringen, Bundesbanken og arbejdsmarkedets parter. Selv om det endelige ansvar for udformningen og gennemførelsen af målsætningen ligger hos Bundesbanken, så er dette forløb egnet til at give maksimal troværdighed til den måde, hvorpå Bundesbanken selv forklarer og udfylder sin del af den økonomiske politik. Omhyggelige undersøgelser af den relative tyske succes med pengepolitiske måltal må derfor også vurdere de faktorer, som har gjort en konzertiertes Aktion over for inflationsproblemerne mulig, snarere end den pengepolitiske komponent alene.

Den tyske fremgangsmåde synes stadigvæk at virke og give resultater i 1981-82. Til trods for devalueringen af DM i det forløbne års tid viser de seneste tendenser i lønftalerne af størrelsesordenen 4-5 pct. for 1981, at inflationen igen er ved at aftage. Dette ville næppe have været tænkeligt uden Bundesbankens gradualisme. Det kan diskuteres, i hvilken grad det er lykkedes Tyskland at undgå høje tilpasningsomkostninger i forbindelse med gennemførelsen af den monetaristiske strategi. Det er imidlertid en kendsgerning, at forøgelsen i arbejdsløsheden i Tyskland, selv når der tages hensyn til hjemsendelse af gæstearbejdere, har været mere beskeden end i andre vesteuropæiske lande i perioden fra 1974 og fremefter; også hvis man ser på produktionen, står Tyskland sig pænt i europæiske sammenligninger. Helt har tilpasningsomkostningerne ikke kunnet undgås; og fra 1980 til 81 regnes der med en yderligere stigning i arbejdsløsheden fra 3½ til ca. 4½ pct.

Artus (1981) har foretaget nogle illustrative beregninger på en model af den tyske

økonomi, som angiver størrelsesordener for tilpasningsomkostningerne og for de særlige virkninger, som tilsyneladende er fremkommet ved, at den tyske monetaristiske strategi i særlig grad har været troværdig. Selv om prisforventningerne hurtigt tilpasser sig til troværdige pengepolitiske målsætninger, således som der var tegn til i 1973-74, vil der komme en stigning i ledigheden, indtil de reviderede forventninger er blevet fuldt indbygget i lønftalerne på arbejdsmarkedet. Med ét-årige overenskomstforløb tager dette nogle måneder, og gennem den periode vil nogle af de industrier, som endnu ikke har kunnet genforhandle deres kontrakter være indstillet på at holde deres arbejdsstyrke på et minimum.

Selv ikke i Tyskland har der imidlertid været udelt tilfredshed blandt monetarister med Bundesbankens politik, og der opstod navnlig i løbet af vinteren 1980-81 en dybtgående diskussion af den fulgte strategi. I denne periode havde Bundesbanken svært ved at fastholde pengemængden på den fastlagte kurs, fordi den følte det nødvendigt at intervenere til fordel for DM; der var voksende underskud på såvel de løbende poster som på kapitalposterne. Monetaristiske kritikere af Bundesbanken, repræsenteret ved fire af de fem tyske konjunkturinstitutter, kritiserede Bundesbanken for ikke mere hårdhændet at have fastholdt den lagte kurs; underopfyldelsen af måltallene gjorde efter deres mening pengepolitikken deflationær. Bundesbanken replicerede hertil, dels at det ville have været teknisk vanskeligt at fastholde måltallene, dels at man havde accepteret, at pengmængdevæksten blev lavere end planlagt ud fra den betragtning, at den stedfundne devaluering af DM havde givet en uforudset ekspansiv og inflationær impuls i indlandet, som også måtte tages i betragtning. Det er klart, at en yderligere bestræbelse fra Bundesbankens side for at få pengmængdevæksten i vejret, ville have stødt på vanskeligheder inden for det Europæiske Monetære System, hvor DM i en længere periode i vinteren 1980-81 lå på interventionspunktet over for den franske franc.

I *Storbritannien* må man datere indførelsen af en monetaristisk politik til 1979. Ganske vist havde man haft målsætninger for pengeforsyningen allerede fra 1976 (og ikke offentliggjorte måltal siden 1974). Men under Labour-regeringen blev disse målsætninger præsenteret på en relativt afslappet måde over for offentligheden; og det var klart, at den daværende regering mere så disse måltal som en bekvem ramme, inden for hvilken man kunne diskutere den samlede økonomiske politik, herunder de offentlige budgetunderskud, end som et systematisk forsøg på at påvirke inflationsforventningerne. Med valget i maj 1979 kom imidlertid en regering til, som gjorde en gradvis reduktion af væksten i pengeforsyningen – det foretrukne mål var et bredt udtryk for likviditeten, sterling M3 – til en hovedhjørnesten i sit økonomisk-politiske program. Mrs. Thatcher's regering fastlagde således i en såkaldt Medium-Term Financial Strategy af marts 1980 måltal for

pengemængdevæksten og for det offentlige finansieringsbehov for perioden frem til 1983-84 med hovedvægten på en gradvis reduktion af begge de to størrelser. Storbritannien er stadig det eneste land, der har annonceret en pengemængdemålsætning for noget, der ligner en mellemfristet horisont, og derfor skulle erfaringerne dér være særligt illustrative for, hvorledes en monetaristisk politik kan påvirke inflationsforventningerne og den faktiske inflation. Ikke desto mindre er de fleste tilhængere af sådan en politik modvillige over for forsøg på at betragte de britiske erfaringer i 1979-81 som en virkelig afprøvning af monetaristiske forskrifter.¹¹

Der er stort set fem grunde til, at man har indtaget denne holdning fra monetaristiske kritikere. For det første må det bemærkes, at inflationen var kraftigt stigende omkring det tidspunkt, da målsætningen blev indført i 1979; for det andet blev prisniveauet yderligere skubbet i vejret af den kraftige omlægning i retning af indirekte skatter, som den konservative regering gennemførte som sit første skridt. Selv om virkningen på prisniveauet på længere sigt må antages at blive neutraliseret gennem den samtidige nedsættelse af de direkte skatter, er der ingen tvivl om, at skatteomlægningen på kort sigt gjorde inflationsbekæmpelsen vanskeligere. For det tredje tilbagestod der en række lønstigninger inden for den offentlige sektor, som den nye regering havde lovet at gennemføre, og som også holdt liv i inflationsforventningerne. Ved at nævne disse tre indvendinger mod renheden af det britiske eksperiment, har man imidlertid også allerede gjort indrømmelser om, at den forventede fremtidige vækst i pengeforsyningen ikke er den eneste væsentlige størrelse, der øver indflydelse på inflationsforventningerne; også lønudviklingen i den offentlige sektor og den faktisk observerede inflation spiller en rolle.

Den fjerde og den femte indvending er af mere teknisk karakter; dels lykkedes det ikke for den britiske regering at få pengemængdemålsætningen overholdt med nogen større nøjagtighed i begyndelsen af 1980, og i løbet af sommeren dette år udviste pengemængden en stigning, der lå langt over, hvad der var forudat i den mellemfristende finansielle strategi, dels - og her er tale om en indvending fra de mere renlivede monetarister - fulgte Bank of England en teknik i kontrollen med pengemængdeudviklingen, som ikke virkede tillidvækkende. Der tænkes hermed på, at Bank of England fortsat var villig til at optræde som långiver til det finansielle system til rentesatser, som var fastsat over lange perioder i form af den såkaldte »minimum lending rate«. Gennem en høj grad af automatik i likviditetstilførslen til pengemarkedet havde Bank of England fraskrevet sig væsentlige

11. En grundig - og stærkt kritisk - gennemgang af de britiske erfaringer i de sidste to år er givet i en rapport fra et parlamentsudvalg, Treasury and Civil Service Committee (1981).

muligheder for at kontrollere pengemængdeudviklingen. Man havde tværtimod skabt forvirring på kort sigt og tvivl på langt sigt om holdbarheden af måltallene.

De fleste monetarister ville dog være enige med den britiske regerings kritikere: pengepolitikken i 1980-81 var ganske hårdhændet.¹² Snævre mål for pengeforsyningen som M1 eller den monetære base viste en meget langsom vækst, rentesatserne var gennemgående høje – også efter hensyntagen til inflationsforventningerne – og sterling steg på valutamarkederne med hidtil uset hastighed. Kombinationen af fortsat kraftige lønstigninger og betydelig stigning i valutakursen gjorde, at indtjeningen i det britiske erhvervsliv blev klemmt meget kraftigt, og at virksomhederne gjorde deres yderste for hurtigt at tilpasse arbejdsstyrken nedad. Det britiske eksempel udviser således en række lighedspunkter med den tyske holdning i 1974-75 med en kraftig chokbehandling af de finansielle markeder i indledningen af en ny pengepolitik.

Men tilpasningsomkostningerne har været højere. Den gennemsnitlige ledighed for 1981 forudses nu at stige til omkring 10 pct. af arbejdsstyrken, samtidig med at realproduktet forventes at falde med 2 pct. eller omtrent samme tempo som i 1980. Selv om faldet i inflationstakten absolut har været imponerende – fra godt 20 til ca. 10 pct. p.a., når man ser på foråret 1981 – har konstellationen af økonomiske indikatorer klart understreget alvoren i den stabiliseringskrise, som den britiske økonomi befinder sig i. Inflationsforventningerne synes langtfra at have tilpasset sig fuldt ud til den mellemfristede finansielle strategi, som regeringen har fremlagt. Det må tilføjes, at empiriske undersøgelser af, hvorledes pengepolitikken har virket på den britiske økonomi i det sidste par år, således som denne forskning opsummeres af Treasury and Civil Service Committee (1981), ikke giver nogen klar konklusion med hensyn til monetaristiske effekter. Det fremgår dog, at den af de konkurrerende modeller, som mest systematisk har indbygget rationelle forventninger i sin beskrivelse af den pengepolitiske påvirkning, se Minford (1980), har været fjernest fra at beskrive den faktiske pris- og produktionsudvikling i den britiske økonomi. Der er med andre ord ikke klare indicier for, at den markante omlægning af den økonomiske politik i 1979-80 har fået en sådan grad af troværdighed på de ikke-finansielle markeder, at den har kunnet påvirke den faktiske pris- og lønudvikling udenom et kraftigt fald i produktion og beskæftigelse.¹³

12. Der er dog afvigende synspunkter, idet enkelte af de økonomer, som støtter regeringens politik, fortsat hæfter sig ved den overnormale vækst i sterling M3, selv efter justering for midlertidige faktorer, som den bedst egnede indikator, se især Batchelor og Griffiths (1981).

13. Denne realitet afspejler sig også i den britiske regerings vanskeligheder ved at fortolke udviklingen. Finansministeriet råder over en yderst detaljeret model af den britiske økonomi – the Treasury Model – som er overvejende Keynesiansk orienteret. Efter den klare kursændring i den økonomiske politik i 1979-80 skulle denne model per definition være uegnet til

Det ville kræve et væsentligt længere indlæg end nærværende at diskutere, hvorfor det omfattende og ambitiøse britiske eksperiment med en langsigtet monetaristisk strategi har været mindre resultatrigt end de mere pragmatiske forsøg på årligt at fastlægge en monetær ramme for den tyske økonomi. Udover iøjensfaldende forskelle i udgangssituationen i de to lande med hensyn til industristruktur og forhold på arbejdsmarkedet, er det nærliggende at pege på, at den fra 1975 førte gradualistiske pengepolitik i Tyskland har vid politisk støtte i den forstand, at en ændring i regeringen med større sandsynlighed ville fremkalde en skærpelse end en svækkelse af den førte politik. I modsætning hertil står det britiske tilfælde, hvor regeringsalternativerne til Mrs. Thatcher kunne forventes at føre en væsentligt anderledes politik. I et polariseret politisk system kan en normal valgperiode på 4-5 år være for kort til at sikre den grad af troværdighed, som en monetaristisk politik kræver for at reducere tilpasningsomkostningerne tilstrækkeligt.

De *amerikanske* erfaringer er på samme tid de fyldigste og de bedst analyserede. Stort set har udviklingen i de amerikanske pengemængdemåltal været præget af den samme gradualistiske holdning, man har set i Tyskland fra 1975 og fremover. Forskellen er, at man i USA har fundet det påkrævet at have målsætninger for p.t. ikke mindre end fem forskellige pengemængdebegreber, spændende fra en snæver definition af transaktionskasserne (M1A) til meget brede pengedefinitioner. Graden af opfyldelse af målsætningerne har gennemgående været god på årsbasis, men der har været meget betydelige udsving inden for kvartaler og endog halvår. Federal Reserve System følte sig i efteråret 1979 nødsaget til at omlægge sine styringsmetoder for at sikre en mere præcis opfyldelse af måltallene på kortere sigt, og med en erklæring af 6. oktober 1979 meddelte man, at man fremover ville lægge afgørende vægt på styringen i bankernes ikke-lånte reserver som hovedinstrument til kontrol med pengemængdeudviklingen. Dette var en væsentlig indrømmelse til de monetaristiske kritikeres ønske om at overgå til styring via den monetære base.

Til trods for denne klare tilkendegivelse og den tilsyneladende hårdhændede måde, hvorpå Federal Reserve systemet fulgte sin ny politik, har man i 1980 kunnet konstatere endnu større afvigelser fra den tilstræbte pengemængdevækst for de fleste definitioner end i noget tidligere år. Pengemængdevæksten, målt ved det

at forklare udviklingen i såvel den reale økonomi som i priserne, jfr. Lucas' »policy evaluation proposition« omtalt ovenfor. Treasury's repræsentanter undlod da også explicit at referere til modellen, da de afgav vidneudsagn i parlamentsudvalget vedr. pengepolitikken, se Treasury and Civil Service Committee (1981) Vol. I, p. xii. Denne undladelse var særlig bemærkelsesværdig, da Treasury Model fortsat lader til at forklare udviklingen ganske godt – en illustration af svag »credibility« ved det britiske monetaristiske eksperiment.

vigtigste pengebegreb (M1B), var i begyndelsen af året væsentligt hurtigere, derefter i nogle måneder betydeligt langsommere og endelig i slutningen af året igen hurtigere. Selv om gennemsnittet for året således viste sig at svare nogenlunde til det planlagte, gav de meget betydelige kortsigtede afvigelser anledning til stærk kritik af Federal Reserve systemet fra monetaristiske kritikere på universiteterne og i kongressen. Federal Reserve har i februar 1981 offentliggjort en kæmpeundersøgelse af erfaringerne med den ny teknik, hvor man stort set kommer til den konklusion, at der ikke på basis af eksisterende økonometriske modeller kan påvises nogen destabiliserende effekter af disse kortsigtede udsving, Federal Reserve (1981). Det anerkendes dog i konklusionen, at modellerne kun giver et ufuldstændigt grundlag for at vurdere dette spørgsmål, jfr. kritikken ovenfor af anvendelsen af historiske økonometriske modeller til at vurdere virkningerne af en væsentligt ændret pengepolitik.

Sammenfatning

Der er klare indicier for, i de tre lande der er omtalt, såvel som i andre der har prøvet en monetaristisk politik, at inflationstakten påvirkes på væsentlig måde. Men de reale tilpasningsomkostninger i form af tabt beskæftigelse og produktion har været mere betydelige end forudset, i alt fald af tilhængere af rationelle forventninger. Det er tydeligt at de finansielle markeder, herunder valutamarkederne, lettere er blevet imponeret over indførelsen af den ny strategi, således at man i praksis har været nødt til at tage hensyn til forskelle i reaktionshastigheder på indførelsen af monetaristisk strategi, jfr. den fjerde monetaristiske tese. Særlig tydeligt har det været i Storbritannien, hvor valutamarkederne har reageret langt kraftigere end arbejdsmarkedet og dermed gennem en dramatisk styrkelse af sterling bidraget til at nedpresse såvel inflationstakt som beskæftigelse hurtigere end forudset.

Det er vigtigt at fastholde, at monetarismen er en teori om at minimere udsvingene omkring en mulig stabil udvikling i priser og produktion. I nogle situationer kan den derfor være årsag til, at udviklingen realt kommer til at forløbe langsommere, end den ellers ville have gjort. Det må ikke overses, at i nogle situationer, som hyppigt har kunnet iagttages i 1980-81, fører den i praksis til det modsatte resultat, nemlig til krav om mindre deflation. En række kritikere af den førte politik i Tyskland og Storbritannien har således anbefalet en mere ekspansiv pengepolitik, end den der er blevet ført, mens kritikken i USA overvejende er gået på behovet for en jævnere udvikling i pengeforsyningen mere end på en strammere pengepolitik. Under tiden har den generelle monetaristiske kritik således hævdet, at den førte politik er blevet u hensigtsmæssigt deflationær. Men først og fremmest har denne

monetaristiske kritik i de tre lande vedrørte den teknik, de pengepolitiske myndigheder har fulgt, og kritikerne har været særlig på vagt over for de tre centralbankers uvilje mod at bruge mængdemæssige indikatorer frem for priser, jfr. den femte monetaristiske tese. Alle tre centralbanker har bevæget sig i retning af at acceptere denne tese om en nærmere styring af den monetære base eller eventuelt bankernes ikke-lånte reserver, men centralbankerne har stadig været uvillige til at revidere procedurer, som giver dem de bedre muligheder for at lave en sådan styring¹⁴. Kritikerne har her særligt hæftet sig ved den relativt stabile rente i centralbankens udlån i Tyskland og England og ved Federal Reserve's uvilje mod at gennemføre ændringer i reservekravene, som kunne sikre en mere pålidelig kontrol med pengemængdeudviklingen. De beskylder direkte de to centralbanker for at underminere pengepolitikens troværdighed gennem deres modvilje mod hensigtsmæssige reformer.

De pågældende centralbanker ville formentlig tage denne kritik roligt, hvis den alene kom fra akademiske kredse. Den støttes imidlertid kraftigt af fremtrædende politikere i Storbritannien og USA. Eksempelvis har den britiske premierminister åbent ytret utilfredshed med Bank of England's manglende styr over det pengemængdebegreb, som den britiske regering havde sat så megen politisk prestige ind på at holde på en fast kurs. Og i USA har udnævnelsen til høje poster i præsident Reagan's administration af fremtrædende monetarister ført til en opbakning af den stærke kritik af Federal Reserve, som amerikanske monetarister på universiteterne eller i kongressen allerede længe har fremsat. Der ligger utvivlsomt i en stærk politisk interesse for opfyldelsen af måltal for pengeforsyningen stof til en mere permanent konflikt mellem centralbanker og regeringer, i al fald i lande, hvor regeringen selv direkte har taget den pengepolitiske målsætning til sig som en væsentlig del af sit program. Det har, trods forløbet omkring »konzertiertes Aktion« i Tyskland, den tyske forbundsregering aldrig gjort, og heri ligger måske noget af forklaringen på, at man ikke i Tyskland har kunnet iagttage den stadig stærkere politisering af pengepolitikens tilrettelæggelse, som findes i de to andre omtalte lande. I Tyskland er der til gengæld i 1981 en klarere uenighed om den pengepolitiske kurs mellem regering og centralbank end i de to angelsaksiske lande; det er hyppigt i 1980/81 kommet til udfald fra forbundskansleren og andre fremtrædende politikere mod Bundesbankens politik.

På ét punkt har monetaristerne måttet erkende en vis retræte. Da Friedman oprindeligt formulerede princippet om den konstante vækst i pengeforsyningen,

14. Der tænkes især på overgang til beregning af reservekrav på basis af samtidige snarere end tidligere perioders indskud (»lagged reserve accounting«).

sagde han, at det ikke spillede den store rolle, om man valgte det ene eller det andet pengebegreb. Hvis man konsekvent gennemførte stram styring af ét monetært aggregat, ville de andre nogenlunde falde på plads. Det har vist sig at være urealistisk, i al fald for så vidt angår bredere definitioner af pengeforsyningen, fordi der på grænsen mellem et sådant bredt begreb og andre finansielle aktiver er en lang række substitutionsmuligheder. Dette har igen været særligt tydeligt illustreret af de britiske erfaringer, hvor substitutionen mellem sterling M3, Eurosterling og andre indenlandske finansielle aktiver har været meget betydelig og rentefølsom, og hvor væsentlige styringsinstrumenter – senest det i sommeren 1980 ophævede »korset« – har været af kvantitativ art. Problemet med at styre brede pengemængdebegreber er yderligere blevet accentueret i USA af den kontrol med rentesatser, som man har i form af lofter over indskudsrenter. Selv om denne specielle teknik er på vej ud gennem den i 1980 vedtagne lovgivning i den amerikanske kongres, er det dog institutionelle træk, som man må tage hensyn til, og derfor anbefales det nu fra monetaristisk hold i USA, at man skal styre et snævert pengebegreb, og bedst den monetære base, ikke som et middel til indirekte styring af et bredere udtryk for likviditeten, men som et selvstændigt mål. Som udtryk for det lægger den amerikanske Shadow Open Market Committee, der samler Federal Reserve's vigtigste monetaristiske kritikere til regelmæssige møder om løbende pengepolitiske emner, betydelig vægt på begrebet omløbshastighed for pengebasen, altså forholdet mellem pengeindkomsterne og den monetære base; dette begreb synes fuldt så stabilt i USA som de mere traditionelle omløbshastighedsbegreber i de senere år. Når man bevæger sig i denne retning, er det klart, at den snævre sammenhæng mellem pengebegrebet og pengeindkomsterne løsnes, men det monetaristiske synspunkt ville i dag være, at den overbygning på den monetære base, som udgøres af de mange tænkelige bredere pengeforsyningsbegreber i gennemsnit ikke bevæger sig væk fra væksttempoet i pengebasen på en sådan måde, at det på alvorlig måde ville undergrave kontrolmulighederne. Det skulle således være sikrere at styre via basen end via et enkelt bredere monetært aggregat.

Lad mig til sidst gøre et par bemærkninger om samspillet mellem penge- og finanspolitikken og om de særlige problemer, der opstår i en åben økonomi.

Den rene monetaristiske model, som udvikles af Lucas, Sargent og Barro, giver heller ikke finanspolitikken nogen særlig chance for at stabilisere den realøkonomiske udvikling. Barro har f.eks. gennemført en raffineret analyse af, hvorledes en offentlig udgiftsekspansion finansieret ved obligationsudstedelse ikke har nogen realøkonomisk effekt, fordi den private opsparing må antages at stige, eftersom agenterne i den private sektor forudser at skulle udrede højere skatter i fremtiden for at forrente den forøgede statsgæld. Her er de rene monetarister kommet i kon-

flikt med de politisk konservative økonomer, som de normalt er i alliance med. Til gengæld er deres synspunkter sympatiske for mange folkevalgte politikere, som kan trøste sig med, at så længe centralbanken holder pengeforsyningen under kontrol, kan der ikke ske de store skader ved, at parlamentet gennemfører udgiftshøjelser.

Det er imidlertid vanskeligt at fastholde det synspunkt, at finanspolitikken ikke skulle have betydelige realøkonomiske virkninger på kortere sigt. Der er et par iøjnefaldende eksempler på, at det har været tilfældet i anden halvdel af 1970'erne. Således opnåede USA i løbet af 1977-78 en betydelig vækst- og beskæftigelsesfremgang gennem en lempelse af finanspolitikken, og den udvidelse af de offentlige udgifter, som Tyskland under et betydeligt internationalt pres lod sig overtale til at gennemføre i 1978-79, har også givet klare resultater i form af øget efterspørgsel, og er en vigtig forklaring på det betalingsbalanceunderskud, man ser i forbundsrepublikken i 1980/81. Det er da også på baggrund af disse erfaringer, at der nu i Tyskland er opstået politisk enighed om væsentlige offentlige besparelser.

Det er værd at mærke sig, at disse eksempler på ekspansiv finanspolitik ikke har ført til nogen egentlig overtrædelse af de monetære måltal, som de pågældende centralbanker havde sat sig. Men via højere aktivitet har de medført en tendens til rentestigning og/eller til rationering af kreditten til private låntagere. Den indirekte virkning heraf er, at der opbygges et betydeligt pres mod de monetære måltal, der bliver mere upopulære og kommer til at fremstå som den del af den økonomiske politik, der virkelig begrænser produktion og beskæftigelse. Det forekommer også sandsynligt, at de voksende budgetunderskud i mange lande, selv når de finansieres gennem salg af værdipapirer til publikum, giver et skub opad til inflationsforventningerne, fordi det er helt i overensstemmelse med tankegangen om rationelle forventninger, at centralbankerne ikke på langt sigt vil kunne modstå den kritik af en tendens til en forhøjet rente, som kombinationen af pengepolitiske måltal og voksende budgetunderskud har skabt, i al fald når disse sidste går ud over, hvad den automatiske finansvirkning medfører. Ud fra en mere praktisk synsvinkel er der således væsentlige sammenhænge mellem finans- og pengepolitikken.

I en mindre åben økonomi fremtræder den pengepolitiske problemstilling på en noget anden måde, end det har været skitseret i denne oversigt over monetaristisk politik. De fleste mindre lande har i slutningen af 1970'erne valgt at knytte deres valuta til en eller flere større landes valutaer, og der foreligger efterhånden en udførlig litteratur, som klargør, at det i en del tilfælde under forudsætning af bestemte typer af chok fra omverdenen vil være mere hensigtsmæssigt i en stabiliseringspolitik at vælge en valutakursmålsætning fremfor en pengemængdemålsæt-

ning, se bl.a. Artis (1981). Spørgsmålet om mulighederne for gennem en langsigtet strategi at påvirke inflationsforventningerne knytter sig derfor særlig til troværdigheden i tilknytningen til andre valutaer, som har en lav inflationstakt. I forbindelse med deltagelse i det Europæiske Monetære System er det afgørende tilliden til, at Bundesbanken vil fortsætte med at føre en pengepolitik, der sikrer en lav inflationstakt på længere sigt, samtidig med at det pågældende land opretholder en fast kurs over for DM. Der er næppe tvivl om, at det for lande som Danmark og Belgien er en mere hensigtsmæssig strategi til påvirkning af de langsigtede forventninger at føre en sådan valutakurspolitik, fremfor at forsøge gennem selvstændig fastsættelse af pengepolitiske måltal at nå en lignende effekt.

Litteratur

- Artis, M. J. 1981. From monetary to exchange rate targets. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* (udkommer).
- Artus, J. 1981. Monetary stabilisation with and without government credibility. *Unpublished*, International Monetary Fund Research Department, Washington D.C.
- Barro, R. 1976. Rational expectations and the role of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 2:1-32.
- Batchelor, R. og B. Griffiths 1981. The 1980 recession: lessons for monetary policy. *Upubliceret*, The University Centre for banking and international finance.
- Bilson, J. 1979. Recent developments in monetary models of exchange rate determination. *IMF Staff Papers* 26:201-23.
- Blomgren-Hansen, N. og J. Knøsgård 1980. Løn, ledighed og arbejdsløshedsunderstøttelse. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 118:16-36.
- Brunner, K. 1980. The control of monetary aggregates. Federal Reserve Bank of Boston, *Controlling monetary aggregates* III. Boston: 1-65.
- Federal Reserve Staff. 1981. *New Monetary Control Procedures*, Vols. I-II. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Friedman, M. 1958. *The supply of money and changes in prices and output*. The relationship of prices to economic stability and growth: 241-56. 85th Congress Joint Economic Committee Print, Washington D.C. (Genoptryk i *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago).
- Friedman, M. 1959. The demand for money: some theoretical and empirical results. *Journal of Political Economy* 67: 327-51. (Genoptryk i *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago).
- Friedman, M. 1968. The role of monetary policy. *American Economic Review* 58:1-17. (Genoptryk i *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago).
- Friedman, M. 1975. Unemployment versus infaltion? An evaluation of the Phillips curve. *IEA Occasional Paper* No. 44. Institute of Economic Affairs, London.
- Friedman, M. 1977. Nobel lecture: Un-

ning, se bl.a. Artis (1981). Spørgsmålet om mulighederne for gennem en langsigtet strategi at påvirke inflationsforventningerne knytter sig derfor særlig til troværdigheden i tilknytningen til andre valutaer, som har en lav inflationstakt. I forbindelse med deltagelse i det Europæiske Monetære System er det afgørende tilliden til, at Bundesbanken vil fortsætte med at føre en pengepolitik, der sikrer en lav inflationstakt på længere sigt, samtidig med at det pågældende land opretholder en fast kurs over for DM. Der er næppe tvivl om, at det for lande som Danmark og Belgien er en mere hensigtsmæssig strategi til påvirkning af de langsigtede forventninger at føre en sådan valutakurspolitik, fremfor at forsøge gennem selvstændig fastsættelse af pengepolitiske måltal at nå en lignende effekt.

Litteratur

- Artis, M. J. 1981. From monetary to exchange rate targets. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* (udkommer).
- Artus, J. 1981. Monetary stabilisation with and without government credibility. *Unpublished*, International Monetary Fund Research Department, Washington D.C.
- Barro, R. 1976. Rational expectations and the role of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 2:1-32.
- Batchelor, R. og B. Griffiths 1981. The 1980 recession: lessons for monetary policy. *Upubliceret*, The University Centre for banking and international finance.
- Bilson, J. 1979. Recent developments in monetary models of exchange rate determination. *IMF Staff Papers* 26:201-23.
- Blomgren-Hansen, N. og J. Knøsgård 1980. Løn, ledighed og arbejdsløshedsunderstøttelse. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 118:16-36.
- Brunner, K. 1980. The control of monetary aggregates. Federal Reserve Bank of Boston, *Controlling monetary aggregates* III. Boston: 1-65.
- Federal Reserve Staff. 1981. *New Monetary Control Procedures*, Vols. I-II. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Friedman, M. 1958. *The supply of money and changes in prices and output*. The relationship of prices to economic stability and growth: 241-56. 85th Congress Joint Economic Committee Print, Washington D.C. (Genoptryk i *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago).
- Friedman, M. 1959. The demand for money: some theoretical and empirical results. *Journal of Political Economy* 67: 327-51. (Genoptryk i *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago).
- Friedman, M. 1968. The role of monetary policy. *American Economic Review* 58:1-17. (Genoptryk i *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago).
- Friedman, M. 1975. Unemployment versus infaltion? An evaluation of the Phillips curve. *IEA Occasional Paper* No. 44. Institute of Economic Affairs, London.
- Friedman, M. 1977. Nobel lecture: Un-

- employment and inflation. *Journal of Political Economy* 85:451-72.
- Friedman, M. og D. Meiselman 1963. The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States. Commission on Money and Credit. *Stabilization policies*. Englewood Cliffs, New Jersey.
- Friedman, M. og A. J. Schwartz. 1963. *A monetary history of the United States 1867-1960*. Princeton, New Jersey
- Gutowski, A., H.-H. Haertel og H.-E. Scharer.(1980). From shock therapy to gradualism: anti-inflationary policy in Germany 1973-79. *Upubliceret*. HWWA Institut, Hamburg.
- Drud Hansen, J. 1979. *Den Friedmanske monetarisme*. Odense University Studies in History and Social Sciences Vol. 64. Odense.
- Johnson, H. G. 1971. The Keynesian revolution and the monetarist counter-revolution. *American Economic Review* 61:1-14.
- Laidler, D. 1981. Monetarism: an interpretation and an assessment. *Economic Journal* 91:1-28.
- Lamfalussy, A. 1981. »Rules versus discretion«: an essay on monetary policy in an inflationary environment. *BIS Economic Papers* No. 3.
- Lindbeck, A. 1976. Stabilisation policy in open economies with endogenous politicians. *American Economic Review* 66:1-19.
- Lucas, R. E. 1972. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory* 4:103-24.
- Lucas, R. E. 1976. Econometric policy evaluation: a critique. *The Phillips curve and labour markets* (K. Brunner og A. H. Meltzer eds.). Carnegie-Rochester Conference Series. Amsterdam.
- McCallum, B. m.fl. 1980. Rational expectations (A seminar sponsored by the American Enterprise Institute). *Journal of Money, Credit and Banking* XII: 691-836.
- Modigliani, F. og L. Papademos. 1978. Optimal demand policies against stagflation. *Weltwirtschaftliches Archiv* 114:736-82.
- Mussa, M. 1979. Empirical regularities in the behaviour of exchange rates and theories of the foreign exchange market. *Upubliceret*. University of Chicago.
- OECD 1979. *Monetary targets and inflation control*. OECD Monetary Studies Series. Paris.
- OECD. 1981. *Budget financing and monetary control*. OECD Monetary Studies Series. Paris (udkommer).
- Okun, A. 1978. Efficient deflationary policies. *American Economic Review* 68:348-52.
- Paldam, M. 1979. Political cycles in the labour market? A comparative study of 17 countries 1948-75. *Institute of Economics, Århus University*, Memo 79-1.
- Phelps, E. 1967. Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time. *Economica*, New Series 34:254-81.
- Prisreguleringskommittén. (1981). *Prisreglering mot inflation? Bilaga 4* (Inflationsuppfattningen och prisreguleringspolitikken 1978-80 ved Lars Jonung). Statens offentliga utredningar 1981:40, Stockholm.
- Sargent, T. og N. Wallace. 1975. Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy* 83:241-54.
- Sims, C. A. 1972. Money, income and causality. *American Economic Review* 62:540-52.
- Thygesen, N. 1977. The scientific contributions of Milton Friedman. *Scandinavian Journal of Economics* 79:56-98.

- Tobin, J. 1981. The monetarist counter-revolution today - an appraisal. *Economic Journal* 91:29-42.
- Treasury and Civil Service Committee. 1981. *Monetary Policy* Vols. I-III, HMSO London.