

# Behov og begrænsninger i 1980'ernes pengepolitik

*Peter Erling Nielsen*

*Økonomisk Institut, Københavns Universitet*

*SUMMARY: In 1969 the Danish monetary authorities had to realize that a small open economy running balance of payments deficits must orient its monetary policy externally. During the 1970ies one sustained a sizeable, private capital inflow but the system came under pressure after the 1979-80 tightening of the international monetary stance. Simultaneously, private capital formation fell off and during the 1980-82 period the authorities tried to give priority to domestic stabilization. That caused new problems late in 1982 and the trend was again reversed. It is argued that reformed tax rules and changes in debt management policy could increase the scope for manoeuvring slightly.*

---

## **1. 1970'ernes pengepolitik**

Der er i dag enighed om, at valutakrisen i maj 1969 førte til en fundamental nyorientering af dansk pengepolitik. Det blev ved den lejlighed anskueliggjort, at en lille åben økonomi med tiltagende betalingsbalance- og inflationsproblemer ikke kunne fastholde en pengepolitik væsentlig mere ekspansiv end i omverdenen. Efter en kraftig valutaudstrømning hævedes diskontoen, og Nationalbanken tilkendegav, at den ikke længere ville holde obligationsrenten nede, og kort efter indførtes kvantitativ regulering af pengeinstitutternes bevilgede kreditter; elementer af realkreditreformen af 1970 hører sammen med ophævelsen af forhåndslånene med i billedet af en ændret pengepolitik.

Der er ingen grund til at gå i detaljer med en efterhånden fjern fortid, som findes beskrevet adskillige steder,<sup>1</sup> man kan blot minde om, at forandringerne dengang ikke blev anset for nær så radikale, som de senere viste sig at være – at pengepolitikken orienteredes eksternt fremfor internt betød i de første år af

---

Foredrag i Nationaløkonomisk forening 17. november 1982.

1. Erik Hoffmeyer og Leif Hansen (1978), Anders Grosen (1978), Niels Thygesen (1979), Claus Vastrup (1979), Lars Eskesen, Flemming Dalby Jensen og Ole Zacchi (1979), Bodil Nyboe Andersen og Henning Holten (1979) og Flemming Dalby Jensen og Peter Erling Nielsen (1982).

# Behov og begrænsninger i 1980'ernes pengepolitik

*Peter Erling Nielsen*

*Økonomisk Institut, Københavns Universitet*

*SUMMARY: In 1969 the Danish monetary authorities had to realize that a small open economy running balance of payments deficits must orient its monetary policy externally. During the 1970ies one sustained a sizeable, private capital inflow but the system came under pressure after the 1979-80 tightening of the international monetary stance. Simultaneously, private capital formation fell off and during the 1980-82 period the authorities tried to give priority to domestic stabilization. That caused new problems late in 1982 and the trend was again reversed. It is argued that reformed tax rules and changes in debt management policy could increase the scope for manoeuvring slightly.*

---

## **1. 1970'ernes pengepolitik**

Der er i dag enighed om, at valutakrisen i maj 1969 førte til en fundamental nyorientering af dansk pengepolitik. Det blev ved den lejlighed anskueliggjort, at en lille åben økonomi med tiltagende betalingsbalance- og inflationsproblemer ikke kunne fastholde en pengepolitik væsentlig mere ekspansiv end i omverdenen. Efter en kraftig valutaudstrømning hævedes diskontoen, og Nationalbanken tilkendegav, at den ikke længere ville holde obligationsrenten nede, og kort efter indførtes kvantitativ regulering af pengeinstitutternes bevilgede kreditter; elementer af realkreditreformen af 1970 hører sammen med ophævelsen af forhåndslånene med i billedet af en ændret pengepolitik.

Der er ingen grund til at gå i detaljer med en efterhånden fjern fortid, som findes beskrevet adskillige steder,<sup>1</sup> man kan blot minde om, at forandringerne dengang ikke blev anset for nær så radikale, som de senere viste sig at være – at pengepolitikken orienteredes eksternt fremfor internt betød i de første år af

---

Foredrag i Nationaløkonomisk forening 17. november 1982.

1. Erik Hoffmeyer og Leif Hansen (1978), Anders Grosen (1978), Niels Thygesen (1979), Claus Vastrup (1979), Lars Eskesen, Flemming Dalby Jensen og Ole Zacchi (1979), Bodil Nyboe Andersen og Henning Holten (1979) og Flemming Dalby Jensen og Peter Erling Nielsen (1982).

1970'erne i høj grad, at en kronisk ekspansiv finanspolitik skulle korrigeres i et forsøg på at reducere underskuddet på betalingsbalancens løbende poster.

Det var først efter konjunkturskiftet i 1973/74, at det stod klart, at opnåelse af en passende privat kapitalimport var pengepolitikens primære mål.

Denne første runde pengepolitisk stramning var faktisk tilstrækkelig til at opnå en tilfredsstillende privat deltagelse i underskudsfinansieringen frem til midten af årtiet - men med omsvinget på statsfinanserne 1974/75 øgedes igen kravene til instrumenterne. Af afgørende betydning var indførelsen af *lånerammesystemet* 1. maj 1975.

Nationalbankens udbud af reserver havde indtil da været ganske elastisk; der var en øvre grænse for pengeinstitutternes låneadgang, men den lå højt, idet formålet ikke havde været at rationere pengeinstitutterne, men tværtimod at tilbageføre noget af den likviditet, som overskud på statsfinanserne og eventuelle underskud på betalingsbalancens autonome poster sugede op. Systemet var indrettet, så det gav incitamenter til erhvervelse af obligationer, og var derfor på flere måder i konflikt med den omtalte, løbende omlægning af pengepolitikken.

Det nye styringsmiddel har vist sig effektivt. Hvert enkelt pengeinstitut tildeles pr. kvartal en låneret svarende til en procentdel af deres ansvarlige kapital, og da den realiserede låneefterspørgsel beregnes som et gennemsnit af de daglige træk, har systemet bl.a. den egenskab, at det medvirker til udjævning af sæsonsvingninger i likviditeten både på makroplan og i den enkelte enhed.

Det enkelte pengeinstituts trækningsramme er opdelt i (ofte 3) trancher, f.eks. på 25, 25 og 50 pct. af maksimumsbeløbet, og lånerenten er stigende fra diskonto + 1 pct. over diskonto + 4 til en oprundet obligationsrente.

Efter min opfattelse betød indførelsen af lånerammesystemet som nævnt en klar effektivisering af pengepolitikken, men andre var mere kritiske i den debat, der fulgte efter. Det blev fremført,<sup>2</sup> dels at systemet via første og anden tranches billige lån unødvendigt tildelte pengeinstitutterne intramarginale profitter, og dels at det ved at operere med en fast lånegrænse på urimelig vis rationerede pengeinstitutterne.

Første indvending kan nok have en vis berettigelse, men man bør huske, at lånerammesystemet blev til ved en aftale mellem pengeinstitutterne og Nationalbanken - det kunne derfor vanskeligt være væsentligt mere belastende end den gamle ordning. Endvidere kan det have spillet en rolle, at Nationalbanken ønskede at lette fremtidige aftaleforhandlinger med pengeinstitutterne ved at henvise til den billige låneadgang. Hvad angår spørgsmålet om prisstyring ctr.

---

2. Claus Vastrup (1979), ss. 488-9.

rationering, er der næppe tvivl om, at førstnævnte er, hvad man i normale situationer bør have og faktisk har; den øvre grænse tænkes vel kun nået i korte perioder under så stærke forventninger om valutakursændringer, at en hvilken som helst rentesats ville være for lav til at gøre køb af valuta på termin passende dyr.

At ordningen faktisk fungerer på denne måde synes at fremgå af, at Nationalbanken ved flere lejligheder har forøget lånerammerne, når forventningerne til likviditetsudviklingen er slået fejl.

Men givet det stadigt accelererende omsving i statsfinanserne (en følge af både diskretionære og automatiske effekter) må en regulering af pengeinstitutternes likviditet og dermed deres aktiverhvervelse få karakter af fine tuning.

Reguleringen af lånelofter og lånerammer, der i første omgang påvirker den private ikke-banksektors passiver (dvs. pengeinstitut- og obligationsgæld), blev meget hurtigt utilstrækkelig i takt med, at der på aktivsiden opbyggedes beholdninger af likvide, finansielle fordringer. Denne aktiverhvervelse – med konsekvenser for kapitaldannelse og optagelse af udlandslån – gjorde introduktionen af et nyt pengepolitisk instrument nødvendigt.

Efter en langsom start kom salget af statsobligationer i gang i 1975/76 – at det faktisk ikke gik hurtigt nok fremgår af, at den private sektors likviditetsopbygning ( $M_2$ -stigningstakten nåede op på 26 pct. i 1975) fra 1974 til 1976 forårsagede eller i hvert fald forstærkede valutakrisen i oktober 1976.

Kortsigtsproblemerne i forbindelse hermed blev klaret ganske elegant, idet Nationalbanken supplerede lånerammesystemets likviditetstilførsel med højtforrentede lån via pengemarkedet og ved at dispensere for valutabestemmelsernes regler for grænserne for pengeinstitutternes engagement i valutaterminsmarkedet.

Hvis maj-krisen i 1969 var skelsættende, blev krisen i oktober 1976 korrigerende. Det blev politisk anerkendt, at man havde behov for en systematisk *statsgældspolitik* – i første omgang med vægten lagt på udbud af korte fordringer af hensyn til boligbyggeriet.

I de første år var der måske en vis fornemmelse af, at man tog for hårdt fat; det vakte i hvert fald furore, da Nationalbanken i sin beretning for 1977 skrev, at det måtte tillægges betydning, at væksten i  $M_2$  blev holdt i underkanten af stigningen i det nominelle bruttonationalprodukt – var monetarismen kommet til Danmark? At det næppe var tilfældet, synes dog at fremgå af, at man ikke formulerede nogen »money rule« om en på forhånd given udvikling i pengeudbudet. Der var snarere tale om en erkendelse af behovet for at følge en indikator for den totale kreditudvidelse. Man kom ved flere lejligheder ud for, at kreditekspansionen fra pengeinstitutter, statsfinanser og udland tilsammen voksede for stærkt og kunne bane

vejen – efter et forventningsskift – for ny valutauro. Paradoksalt nok skete det flere gange i 1970'erne, at den private kapitalimport alene udviklede sig så kraftigt, at pengepolitikken virkede unødigt ekspansiv. Det er formentlig i denne sammenhæng, man skal se forbudet mod salg af statspapirer til udlændinge i februar 1979.

Men selv om der kan siges meget for at give et mål for den totale kreditudvidelse halvofficiel status som mellem mål i pengepolitikken, er det klart, at man ikke undgår problemer ved at følge et bestemt monetært aggregat, nøjagtig som erfaringen har været i andre lande.

Alle vanskeligheder til trods må tiden fra 1976 til 1979/80 betragtes som en god periode for dansk penge- og valutapolitik. *Slangesamarbejdet* – ikke mindst Nationalbankens administration af den danske del – fungerede smidigt og effektivt: flere kurstilpasninger foregik uden markedsdeltagerne havde ventet det og ofte med så beskedne ændringer af centralkurserne, at man umiddelbart kunne blive på pariteten. Der var i virkeligheden tale om et stokastisk crawling-peg-arrangement.

Ellers huskes de sidste år af 1970'erne for en kortvarig genindførelse af direkte styring af pengeinstitutternes rentesatser. Da dette pengepolitiske instrument – formelt i hvert fald – er opgivet, er det tilstrækkeligt kort at notere sig indgrebenes formål; at det har interesse skyldes, at problemstillingen hurtigt kan få fornyet aktualitet. Man ønskede at sikre salget af statsobligationer mod konkurrence fra pengeinstitutternes produkter (især indskud på aftalevilkår) og dels at modvirke det pres opad på udlånsrenten, som et hårdt udnyttet udlånsloft vil give.

## 2. 1980-82.

I de seneste år er den pengepolitiske styring foregået under stærkt skærpede vilkår. Efter energiprisstigningen i 1979-80 reagerede toneangivende landes pengepolitiske myndigheder – heriblandt som bekendt Federal Reserve i USA – med kraftige stramninger med henblik på at bremse og reducere inflationen. I det hele taget bredte den opfattelse sig, at stabil, høj økonomisk vækst forudsætter fastholdte, lave inflationsrater. Det er velkendt, at et resultat af denne pengepolitiske nyorientering har været meget høje realrenter.

Forbløffende hurtigt blev der enighed om, at dette var mere, end dansk økonomi kunne bære, og i løbet af 1980 foregik en omlægning af pengepolitikken.

For det første accepteredes, at rentespændet i forholdet til udlandet blev indsnævret, for det andet blev udlånsloftet suspenderet og erstattet af et (foreløbigt nogenlunde rigeligt) loft over hele sektorens faktiske udlån, for det tredje fik vi realkreditreformen af 1980-81, som i et vist omfang lettede boligfinansieringen, og

Tabel 1. *Nettoudlån til virksomheder, private og kommuner via det organiserede penge- og kapitalmarked.*

Mia. kr.	1977	1978	1979	1980	1981
Indenlandske lån på markedsvilkår <sup>(a)</sup>	27,1	31,0	35,9	30,3	24,4
Indenlandske lån under særordninger <sup>(b)</sup>	2,2	1,9	1,8	2,3	5,4
Udenlandske lån	5,1	4,0	7,5	3,6	-0,4
I alt	34,4	36,9	45,2	36,2	29,4

<sup>(a)</sup> For en del af de indenlandske lån på markedsvilkår (især til landbruget) ydes rentetilskud

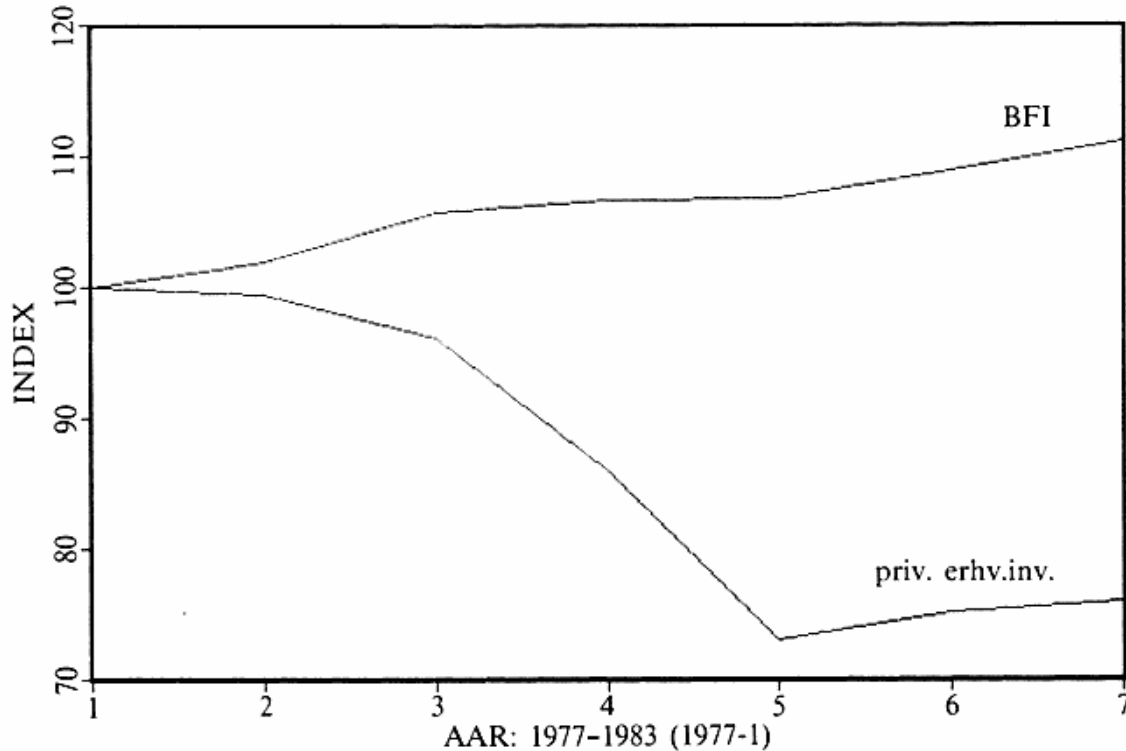
<sup>(b)</sup> Nettotilgang til kursværdi af Skibskreditfondens obligationer, nettoudlån af K-lån og EM-lån samt Dansk Eksportfinansieringsfonds nettoudlån. Lån under særordninger er ekskl. statslån (bortset fra K-lån), der i 1981 udgjorde ca. 0,6 mia. kr.

endelig eksploderede de subsidierede kreditarrangementer, især K-lånene. Som det fremgår af tabel 1, kom vi i 1981 op på, at knap 20 pct. af den private sektors nettolåntagning udgjordes af denne kategori.

Denne opprioritering af indre mål (beskæftigelsen/erhvervsoverlevelse) betød altså øget vægt på segmentering og subsidiering - modsat »de gode år« i 1970'erne, hvor pengepolitikken trods alt blev stadig mere markedsorienteret. Tabel 1 viser også konsekvenserne for den private kapitalimport af den nye pengepolitik.

Den nye pengepolitik kom hurtigt i vanskeligheder. Erhvervsinvesteringerne faldt drastisk (se figur 1) både absolut og i forhold til produktionen,<sup>3</sup> og da de faktisk gennemførte investeringer i stadig højere grad blev finansieret i subsidie-systemet, så vendte den private kapitalimport - bl.a. som følge af manglende optagelse af nye finansielle lån - til eksport. Udviklingen er tydeligt nok accelereret i løbet af 1982, hvor nettoafdragene på de udestående lån i årets tre første kvartaler har været 4,6 mia. kr.. Den pengepolitiske reaktion har været en forøgelse af rentespændet (jfr. figur 2) - formentlig et forsøg på at presse de sidste ikke-subsidierede investorer til udlandet, men tilsyneladende har man blot forøget substitutionen på den private sektors aktivside bort fra realkapital over mod finansielle aktiver. At der udover indskud til skattebegünstigede opsparingsordninger og statsobligationer blandt disse private, finansielle fordringer nu også i et

3. Kilde: Diverse rapporter fra Det Økonomiske Råd. Den viste, skønnede investeringsfremgang i 1982 og 83 hidrører fra naturgasaktiviteterne - ses bort fra disse halvoffentlige investeringer, fortsætter faldet.



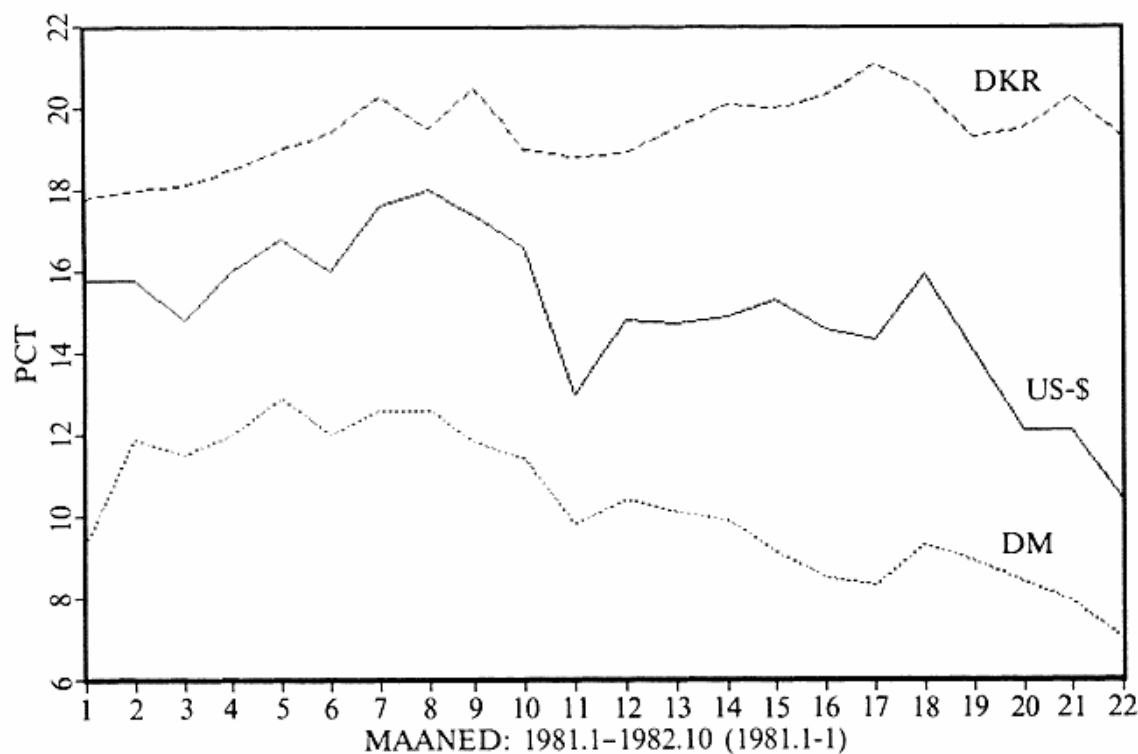
Figur 1. Produktion og investeringer (faste priser).

vist omfang optræder udenlandsk udstedte obligationer (nettokøb i årets 3 første kvartaler udgør over 1 mia. kr.), gør kun ondt værre.

### 3. Den nuværende problemstilling

Der kan være grund til at understrege, at det bliver svært at laste Nationalbanken for denne fatale udvikling - tværtimod må man konstatere, at de pengepolitiske myndigheder igen har vist sig at være bedst, når de kæmper med ryggen mod muren.

Valutakrisen i september og oktober blev behandlet særdeles behændigt. I modsætning til situationen i oktober 1976 opstod valutauroen denne gang på et tidspunkt, hvor pengeinstitutterne havde adgang til rigelige og billige trækingsmuligheder under lånerammesystemet - man befandt sig i de to første, billige trancher. Det var derfor nødvendigt midlertidigt at erstatte ordningen med pengemarkedsintervention til en afskrækkende, høj rente.



DKR: rente på 2-årige statsgældsbeviser.

US-\$ og DM: 12 mdr. eurorentesatser.

Figur 2. Rentespændet.

Dette indgreb aktualiserer den omtalte diskussion fra 1970'erne om, hvorvidt pengemarkedsintervention (rentestyring) generelt var at foretrække for de kvartalsvist givne lånemuligheder. Efter min opfattelse bør man holde fast ved det nuværende system, der sikrer pengeinstitutterne større sikkerhed i planlægningen, og samtidig mindsker incitamentet til opbygning af beholdninger af ikke-lånt likviditet; ren pengemarkedsstyring ville det kræve en endnu strammere, general likviditetsinddragelse, som ville gøre det vanskeligere at indkapsle de rentestigninger, en valutakrise fører med sig, til markedets korte rente. Det kunne dog nok overvejes at frigøre øverste tranches rentesats fra obligationsrenten, og i stedet gøre den til et egentligt instrument.

Men den omstændighed, at man stadig magter at styre sig gennem de kortvarige uro-perioder, betyder ikke, at alt er vel.

Det er helt utænkeligt, at målene for 1980'ernes økonomiske politik kan realiseres uden en *genopretning af erhvervsinvesteringerne*.

En længe fastholdt, svag investeringsaktivitet kan ikke undgå at begrænse den



strøm af ydelser, som et fuldt udnyttet kapitalapparat ville kunne stille til rådighed. Hvis det så er korrekt - som hævdet af bl.a. Malinvaud<sup>4</sup> - at relationen mellem produktionsfaktorerne, kapital og arbejdskraft er karakteriseret ved limitationalitet (dvs. at den anvendte teknologi er af puttyclay-typen), er en del af industrilandenes arbejdsløshed måske »klassisk« eller strukturel, snarere end forårsaget af manglende efterspørgsel. I hvert fald vil man hurtigt møde kapacitetsproblemer, hvis/når konjunkturerne bedres.

Hvis dette accepteres, bliver den økonomisk-politiske konklusion uhyre pessimistisk: de toneangivende lande fastholder en meget stram efterspørgselsstyring med vægten lagt på pengepolitikken med henblik på at nedbringe inflationsraten; dette er ved at lykkes, men en særlig omstændighed ved denne politik er, at især kapitaldannelsen bremses, hvilket hurtigt må forårsage nye inflationsproblemer, når der igen lempes.

Øgede erhvervsinvesteringer kan altså ses som en forudsætning for reduktion af ledigheden og dermed også for den produktionsstigning, der skal bedre den løbende betalingsbalance.

Også hvad angår behovet for *privat kapitalimport* er kravene til pengepolitikken store. Udviklingen i den internationale likviditet i den forløbne del af året har været acceptabel (omend den normale, jævne stigning ikke er til at se), men søger man at sammenstykke oplysninger om de totale reserver (incl. uudnyttede trækningmuligheder) er billedet mere alarmerende; jf. fig. 3.

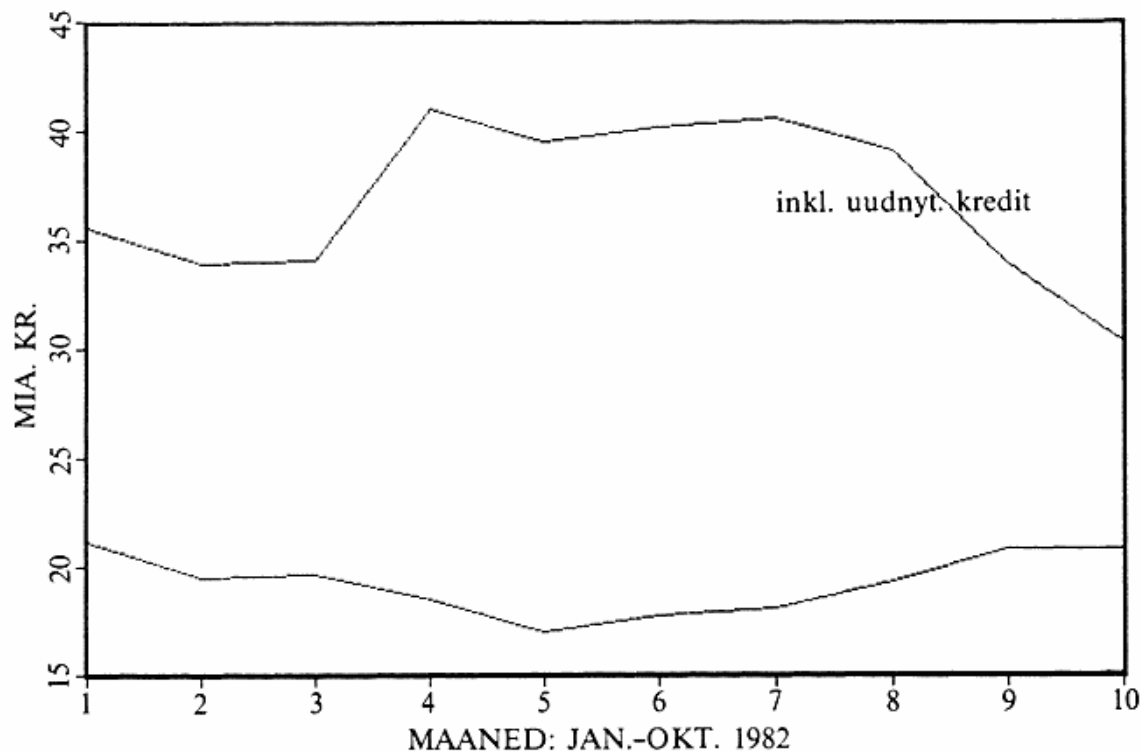
Det fremgår da også af bemærkningerne til regeringens forslag til »Lov om optagelse af statslån i udlandet«, at man håber, men ikke rigtig venter, at andre end offentlige låntagere kan være med til at dække bruttofinansieringsbehovet på ca. 32 mia. kr. i 1983. Det må i den forbindelse noteres, at blot det at fastholde den allerede etablerede gæld er problematisk. Af de senere års diskussion har man kunnet få det indtryk, at kapitalimport-strømmen var en funktion af spændet mellem dansk og udenlandsk rente. Men hvad renteforskellen bestemmer - sammen med inden- og udenlandske formuer - er klart nok nettovalutagælden (dvs. en beholdning). Det betyder igen, at man i modsætning til manges opfattelse ikke kan lempe pengepolitikken afgørende - og dermed mindske rentespændet - når man erklærer sig tilfreds med privat lånebalance i forhold til udlandet.

Man skal dog bemærke, at en eventuel investerings- og produktionsfremgang i sig selv vil føre kapitalindstrømning (men også øget import) med sig.

Hvor man i 70'erne kunne være nogenlunde tilfreds, når blot pengepolitikken kunne realisere sit eksterne mål, er behovet i 80'erne, at der skal ske forbedring

---

4. Se Edmond Malinvaud (1980) og (1982).



Figur 3. International likviditet.

både m.h.t. indre og ydre mål. Og udgangspunktet for dette ønske er alvorlige vanskeligheder på begge felter.

#### 4. Kan pengepolitikken effektiviseres?

Selv om det ikke her har været opfattelsen, at den nuværende pengepolitiske styring lider af fundamentale fejl og mangler, kan der på baggrund af de store krav til de næste års politik være grund til at undersøge mulighederne for en yderligere effektivisering.

##### (1) Den norske udvej

I den seneste rapport fra Det Økonomiske Råd<sup>5</sup> kastes et længselsfuldt, såkaldt sideblik på det norske pengepolitiske system. I følge vismændene har man i Norge kunnet fastholde en langt lavere realrente end her, fordi de norske valutabestemmelser skulle have afskærmet de norske finansielle markeder bedre end tilsvarende danske regler har isoleret vores markeder.

5. Det Økonomiske Råd (1982).

Vismændene er på det rene med, at behovet for ekstern finansiering hos os vanskeliggør en dansk fuldstændig kopiering af det norske system, men røber dog en betydelig sympati for at gå i den retning.

Det er imidlertid usandsynligt, at vores bestemmelser skulle være væsentligt mere liberale – begge lande er under pres fra OECD (og egne borgere) for at frigøre kapitaltransaktionerne; det er snarere det særdeles selektive og ikke-markeds-konforme styringssystem, der har vist sig i stand til at holde det norske renteniveau nede.

Det er på sin vis en fordel, men der er udbredt enighed om, at omkostningerne i form af misallokering har været betydelige.<sup>6</sup> I øvrigt kan man dårligt forestille sig, at et så uudviklet finansielt system som det norske ville kunne håndtere finansieringen af budgetunderskud af dansk størrelse.

Man kunne forestille sig, at en regering, der med rette er optaget af at fremme erhvervenes investeringer, kunne være fristet til at forøge K-lånsordningen, give landbruget yderligere rentelettelse osv. og samtidig forsøge at forøge den offentlige kapitalimport yderligere. Udover skepsis m.h.t. mulighederne for at modstå virkningerne af en accelereret afvikling af beholdningerne af privat udlandsgæld, står stadig det problem tilbage, at investeringerne ikke bare kæmper mod finansieringsomkostningerne, men også høje alternative, finansielle afkast.

## *(2) Skattereglerne*

Et af de senere års største teoretiske fremskridt i forståelsen af de finansielle markeders virkemåde, har været især Feldstein's udforskning<sup>7</sup> af sammenhængen mellem skatteregler, inflation og realrente; hans konklusion er groft sagt, at den gamle Fisherligning – inflationsraten overvælttes én gang på realrenten – højst sandsynligt ikke holder, men at investorernes realbyrde øges med stigende inflationsrate. Den økonomisk-politiske konklusion bliver, at (rente-) skattesystemet bør ændres i real retning, og/eller at inflationsbekæmpelse som politisk mål opprioriteres.

Det er klart, at den høje danske realrente afspejler overvæltningen af ikke blot danske, men især udenlandske marginalskattesatser, og at der af den grund er grænser for de opnåelige fordele ved isolerede danske reformer. Men en kombination af realbeskatning og (-fradragsret) og bedre erhvervsafskrivninger m.v. ville bedre virksomhedernes evne til at konkurrere om de finansielle midler med husholdningerne – det kunne igen sikre, at ændringer i pengepolitikken blev transmitteret mere jævnt og overskueligt til de økonomiske enheder. Samtidig ville man

6. NOU (1980).

7. Den grundlæggende artikel er: Martin Feldstein (1970).

have løst problemet med de hidtil skattefrie institutioners eventuelle, fremtidige overafkast.

Som det er blevet demonstreret med al tydelighed i de seneste uger, forudsætter velfungerende markeder for *indekslån* også et skattesystem i retning af det skitserede: indeksskurserne faldt straks, da regeringens forslag om en porteføljeafgift (en formue- og ikke en afkastskat) blev kendt<sup>8</sup>.

At indekslåene i øvrigt har fået en dårlig skæbne skyldes givetvis også, at markedsføringen af det udviklede klausulsystem ikke ligefrem var vellykket. Det forlyder, at Zacchis indeks-redningsudvalg overvejer forenklinger her, og det er udmærket - mindre hensigtsmæssig er formentlig tanken om en afkortning af lånenes løbetider. Indeksobligationernes stærkeste konkurrenceparameter synes at være deres varighed - p.g.a. udskydelsen af lånenes reale byrde, må de være markedets længste (målt ved varigheden) fordringstype. De er derfor i stand til at sikre realafkastet meget længere end f.eks. statsobligationerne, der i det korte sigt forekommer helt urørlige på et tidspunkt, hvor realrenten er høj, og inflationsforventningerne justeres nedad.

### (3) Statsgældspolitikken

I slutningen af 1970'erne gennemførtes en forøgelse af statsgældens gennemsnitlige restløbetid for at mindske det umiddelbare refinansieringsproblem. Man behøver ikke tilslutte sig det synspunkt, at udbudet af statspapirer i sig selv er rente-drivende for at mene, at myndighederne pt. tilfører markedet den information, at man selv venter fortsat høje nominelle rentesatser. Noget kunne derfor tale for overgangsvist at koncentrere sig om løbetidsspektrets korte ende - den eventuelle effekt på rentestrukturen kunne heller ikke være uønsket.

Når man kan gå ud fra, at de voldsomme finansieringsoperationer i hvert fald må fortsætte årtiet ud, vil det generelt være nødvendigt med en mere fleksibel statsgældspolitik, hvis obligationsmarkedet ikke skal overbelastes. Man kunne tænke sig eksperimenter med helt kortfristede, evt. ikke-negotiable statsgældsbeviser og specialdesignede lån til interesserede købergrupper, f.eks. institutionelle investorer. Af mere radikale forslag kan nævnes to: for det første indenlandske statsobligationer denomineret i udenlandsk valuta (f.eks. ECU eller SDR) - borgerne kunne få tilfredsstillet deres behov for valutafordringer, og staten kunne, hvis den står ved den officielle valutakurspolitik, spare renteudgifter. For det andet kunne pengeinstitutterne inddrages i gældsfinansieringen, som det f.eks. kendes

---

8. Ligesom de i december måned steg, da der blev indgået forlig mellem regeringen og socialdemokratiet om fra 1984 at indføre beskatning af realafkastet i de hidtil skattefrie institutioner - en skat, som afkastet af indeksobligationer endda helt skal fritages for.

fra Tyskland. Hvis pengeinstitutterne fik mulighed for at tilbyde publikum indlånsformer, der var konkurrencedygtige, kunne midlerne kanaliseres videre til staten via et auktionssystem eller lignende (der skulle ikke være tale om at indføre en form for kassebinding). Indvendingen ville være, at et sådant system ikke reducerede væksten i pengemængden, men det afgørende måtte være, at indlånene - man kunne f.eks. tænke sig langfristede, variabelt forrentede aftaleindlån - havde en passende lav likviditetsgrad. Om man så skulle operere med et  $M_3$ , eller på linie med andre lande erkende, at informationsværdien af den langsigtede udvikling i monetære aggregater er tvivlsom - det er mindre væsentligt.

Vi er ikke ukendte med problemstillingen, da de senere års vækst i skattebegünstigede indlån og kortfristede statspapirer netop har fået Nationalbanken til at indføre en ny  $M_2$ -definition. I denne forbindelse bør man i øvrigt være opmærksom på, at den spirende interesse blandt visse virksomheder for at yde rabatter mod forudbetaling ikke bare rummer skatte-, men også pengepolitiske problemer.

#### *(4) Valutapolitikken*

Den inden- og udenlandske rente er knyttet til hinanden af rentepariteten. Dette bånd opfattes ofte som en nærmest deterministisk relation, men det er givet, at valutakursforventningerne er behæftet med usikkerhed, hvilket betinger en kompenserende risikopræmie. I perioder som dette efterår, har denne effekt været medvirkende til at øge rentespændet - af en eller anden grund ventede alle, at regeringsskiftet ville blive fulgt op af en »strategisk« (dvs. stor) devaluering, og vismænd og svenskere gjorde deres til at holde forventningerne vedlige.

Det kunne endvidere se ud som om, at det EMS, der i 1979 afløste Slangesamarbejdet, lægger mindre vægt på kurstilpasninger eller i hvert fald har gjort dem sværere at gennemføre. En forklaring herpå kan være, at den tyske betalingsbalance og Dollar-DM-relationen har været helt anderledes i 1980'ernes begyndelse end i 70'ernes slutning - måske er dette ved at ændre sig. Tilsyneladende er der dog et vist belæg for, at den omtalte risikopræmie i renten er steget.

Man kunne ønske sig andre tilpasningsregler inden for samarbejdet - et crawling peg system behøvede ikke stride mod det langsigtede mål, at den økonomiske politik og udviklingen landene imellem skulle harmoniseres - men givet, at dette ikke lader sig gennemføre, ville noget være vundet, hvis regering og pengepolitiske myndigheder mere nøgternt og forståeligt end hidtil redegjorde for det faktiske systems vilkår.

#### **5. Konklusion**

Der er ingen tvivl om, at pengepolitikken stilles over for skærpede krav til

resultater i de kommende år. Det er ligeså tydeligt, at disse ikke kan honoreres uden hjælp fra især skatte-, valuta- og indkomspolitikken.

Skulle nogen mene, at de omtalte reformønsker havde karakter af det banale – så meget desto bedre, så er der måske mulighed for at få gjort noget ved det.

### Litteratur

- Andersen, Bodil Nyboe og Henning Holten. 1979. Den pengepolitiske problemstilling ved indgangen til 80'erne, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* nr. 3.
- Eskesen, Lars, Flemming Dalby Jensen og Ole Zacchi. 1979. *Finansielle Institutioner og markeder*. København.
- Feldstein, Martin. 1976. Inflation, Income Taxes, and the Role of Interest: A Theoretical Analysis. *American Economic Review*, vol. 66, no 5.
- Grosen, Anders. 1978. *Dansk pengepolitik*. København.
- Hoffmeyer, Erik og Leif Hansen. 1978. Det seneste ti-års danske pengepolitik, dansk oversættelse af Danish Monetary Policy During the Last Decade, *Kredit und Kapital*, no. 2.
- Jensen, Flemming Dalby og Peter Erling Nielsen. 1982. *Dansk pengepolitik siden 1969*. Københavns Universitets Økonomiske Institut.
- Malinvaud, Edmond. 1980. *Profitability & Unemployment*. Oxford.
- Malinvaud, Edmond. 1982. Wages and Unemployment. *Economic Journal*, vol. 92, no. 365.
- NOU. 1980. *Rentepolitik*, Oslo.
- Thygesen, Niels. 1979. Udviklingstendenser i tilrettelæggelsen og virkningerne af dansk pengepolitik. I J. P. Christensen m.fl. (red.): *Vækst og kriser i dansk økonomi i det 20. århundrede*, bind 2. Århus.
- Vastrup, Claus. 1979. Dansk pengepolitik i 1970'erne. I J. P. Christensen, op. cit.
- Det økonomiske Råd. 1982. *Dansk økonomi, oktober 1982*. København.

resultater i de kommende år. Det er ligeså tydeligt, at disse ikke kan honoreres uden hjælp fra især skatte-, valuta- og indkomspolitikken.

Skulle nogen mene, at de omtalte reformønsker havde karakter af det banale – så meget desto bedre, så er der måske mulighed for at få gjort noget ved det.

### Litteratur

- Andersen, Bodil Nyboe og Henning Holten. 1979. Den pengepolitiske problemstilling ved indgangen til 80'erne, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* nr. 3.
- Eskesen, Lars, Flemming Dalby Jensen og Ole Zacchi. 1979. *Finansielle Institutioner og markeder*. København.
- Feldstein, Martin. 1976. Inflation, Income Taxes, and the Role of Interest: A Theoretical Analysis. *American Economic Review*, vol. 66, no 5.
- Grosen, Anders. 1978. *Dansk pengepolitik*. København.
- Hoffmeyer, Erik og Leif Hansen. 1978. Det seneste ti-års danske pengepolitik, dansk oversættelse af Danish Monetary Policy During the Last Decade, *Kredit und Kapital*, no. 2.
- Jensen, Flemming Dalby og Peter Erling Nielsen. 1982. *Dansk pengepolitik siden 1969*. Københavns Universitets Økonomiske Institut.
- Malinvaud, Edmond. 1980. *Profitability & Unemployment*. Oxford.
- Malinvaud, Edmond. 1982. Wages and Unemployment. *Economic Journal*, vol. 92, no. 365.
- NOU. 1980. *Rentepolitik*, Oslo.
- Thygesen, Niels. 1979. Udviklingstendenser i tilrettelæggelsen og virkningerne af dansk pengepolitik. I J. P. Christensen m.fl. (red.): *Vækst og kriser i dansk økonomi i det 20. århundrede*, bind 2. Århus.
- Vastrup, Claus. 1979. Dansk pengepolitik i 1970'erne. I J. P. Christensen, op. cit.
- Det økonomiske Råd. 1982. *Dansk økonomi, oktober 1982*. København.