

Statsfinanser og pengepolitik

Peter Wendt
Sparekassen SDS

SUMMARY: The monetary aspects of government deficit financing have turned out to be a major obstacle to anticyclical budgetary policy in most European countries. The paper discuss the popular conceptions of government bankruptcy and crowding out and dismisses them as real economic phenomenae. An inspection reveals, however, important elements of financial dislocations based on »semirational« expectations. The current Danish issues on money supply growth and real interest rates are discussed, and Rules, aimed at improving the signal effects of Central Bank short term intervention and hence the current level of information to the non-bank market participant, are recommended in order to improve the reliability of liquidity management and a reduction of the liquidity premium in the market interest rate structure.

Indledning

Temaet »Statsfinanser og Pengepolitik« er centralt for pengeinstitutøkonomer. Pengeinstitutterne har som bekendt i en årrække befundet sig i en situation, hvor de har øget deres fondsbeholdninger. Derfor består der imellem statsfinanser, pengepolitik og et pengeinstituts evne til at overleve med den lovbefalede soliditetsprocent indlysende sammenhænge.

I det følgende vil jeg især beskæftige med *forventninger* som drivkraft og i visse situationer som blokeringsmekanisme for den økonomiske politik.

Jeg har valgt fire indfaldsvinkler med udgangspunkt i den offentlige diskussion sådan som den opleves fra et stort pengeinstitut:

- I Har statsbankerotten en fremtid?
 - II Hvem er det, der bliver »crowded out«?
 - III Hvor kommer pengemængden fra og hvorfor gør den det?
 - IV Har vi en rentepolitik herhjemme — og bør vi have det?
-

Artiklen er en let bearbejdet version af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 19. januar 1984.

I. Statsbankerotdiskussionen

Statsbankerotdiskussionen i 1982 nåede hurtigt frem til, at staten — af rent institutionelle grunde — ikke behøvede at slette sine forpligtelser over for sine indenlandske kreditorer og at holdbarheden af statens udenlandske gældssætning i sidste ende var et spørgsmål om at få kontrol over udviklingen på betalingsbalancens løbende poster. Udenlandske kreditorer vil opretholde långivningen til os, hvis udlandsgælden på lidt længere sigt ikke tenderer mod at vokse i forhold til bruttonationalproduktet. Et egentlig overskud på betalingsbalancens løbende poster — således at udlandsgælden hurtigt reduceres i forhold til BNP — er kun nødvendigt, hvis man af indenrigsøkonomiske grunde ønsker en kraftigere rentesækning herhjemme end i udlandet.

Der har ikke været talt statsbankerot i 1983. Da var det på mode at være optimist. Det er imidlertid fortsat en kendsgerning, at underskuddet på statens drift-, anlægs- og udlånsbudget med sine ca. 55 mia. kr. har været det højeste nogensinde. Det er ligeså klart, at udgiftsbudgettet for 1983 indeholdt en lang række besparelser, som må karakteriseres som enestående i nyere dansk parlamentarisk historie. Gennemførelsen af finansloven for 1983 blev antagelig kun realiseret, fordi den skete umiddelbart efter et overraskende regeringsskifte. Under mere normale parlamentariske forhold — som f.eks. dem, der er gældende i øjeblikket — vil jeg betragte større offentlige nedskæringer af den type, der sattes i værk i 1983, som ren teori.

Politikere bliver måske valgt på løfte om nedskæringer, men de vil ikke være længe på regeringssædet, hvis de opfylder løfterne. Hvis vi skal have reduceret statsunderskuddet, er de realistiske instrumenter øgede indtægter og/eller et fald — eller i det mindste en betydelig reduktion i stigningstakten — i de »automatiske« udgifter. Det er primært arbejdsløshedsdagpenge og lignende sociale betingede udgifter, men naturligvis også den effektive rente på den låntagning, som staten gennemfører af penge- og valutapolitiske årsager.

Det spændende i denne sammenhæng er, hvorledes samspillet er mellem realøkonomisk vækst, realrenten af den offentlige gæld og skattesystemet og hvilke forventninger om fremtiden dette samspil udløser.

Vi bør gøre os klart, at den aktuelle statsfinansielle situation indeholder meget modsigelsesfyldte tendenser og at *forventningerne* om, hvorledes udviklingen på budgettet vil forløbe i de kommende år, er af stor betydning for det realøkonomiske forløb.

Offentlige udgifter stimulerer aktiviteten, men i stærkt varierende omfang. Statslige renteudgifter har antagelig en meget lav multiplikatorvirkning, især hvis de i stort omfang udbetales til pensionsopsparingsinstitutioner, der kontraktmæssigt er forpligtet til udbetaling i en relativ fjern fremtid.

Den positive aktivitetsvirkning af et givet budgetunderskud afhænger derfor i høj grad af renteudgifternes andel af de samlede udgifter.

Vi kan derfor sagtens tænke os et voksende budgetunderskud i pct. af BNP med en stadig mere restriktiv aktivitetseffekt. Forudsætningen herfor er, at underskuddet løbende finansieres ved optagelse af lån til en rente, der ligger over den nominelle vækst i BNP. Renteudgift skal i denne sammenhæng opfattes netto efter skat.

Hvis vi i en periode har en real BNP-vækst, der er for ringe til at nedbringe arbejdsløsheden, men hvor den offentlige aktivitet i øvrigt vokser med samme reale vækstrate som den private sektor, vil dette allerede før rentebetalingen lede til en fastholdelse af det reale underskud — eller det nominelle underskud i procent af bruttonationalproduktet.

Tillægger vi renteudgifter, forudsætter stabilitet i det reale underskud, at hele realrenten bortbeskattes. Gør den ikke det, vil det være nødvendigt at hæve skattetrykket for at undgå en realvækst i gælden. Eller at reducere de øvrige offentlige udgifter realt. Jo senere det sker, desto kraftigere indgreb. Den enkelte økonomiske beslutningstager må reflektere over dette og opbygge sine forventninger om det marked, vedkommende i fremtiden skal agere på.

Skattetrykket er som bekendt en meget politisk størrelse i virkelighedens verden. Og det er realniveauet for de offentlige udgifter også. Det politiske problem ved at hæve skattetrykket er uden tvivl stærkt afhængig af tempoet i den reale vækst. Er den reale vækst meget lav, kan man realistisk påregne stærk politisk modstand mod at forøge skattetrykket.

Samtidig er det den situation, hvor arbejdsløsheden og dermed det offentliges realudgifter tenderer mod at vokse. Under alle omstændigheder medvirker et øget skattetryk ikke til at stimulere aktiviteten — tværtimod.

Der er helt klart strukturproblemer forbundet med finansiering af et offentligt underskud med positiv realrente efter skat i en situation, hvor man af den ene eller anden grund befinder sig i en lavvækstsituation af meget lang varighed.

Strukturproblemets størrelse afhænger af hvor høj realrenten efter skat er og hvor lang tid, den er det.

Hvis den er højere end den maksimale vækstrate for økonomien på langt sigt, d.v.s. højst 4 pct., vil den være basis for alvorlige problemer.

Det er ensbetydende med, at en voksende andel af de offentlige udgifter skal anvendes til rentebetaling. Omvendt vil kreditorernes disponible realindkomst vokse hurtigere end det reale BNP. Hvis vi ikke alle — her og nu — tilhører kreditorgruppen, vil der findes en betydelig omfordeling af indkomster sted fra selvstændige og lønmodtagere uden pensionsgoder til lønmodtagere med pensionsgoder. Det vil betyde en *stigning i opspæringskvoten* og det kunne være meget godt, men *realiteten* er nok den, at kreditorerne, som idag står over for at træffe langsigtede investeringsdipositioner, kan frygte at dette vil udløse en *politisk betinget inflationsproces*, hvis formål er at reducere realrenten.

Har kreditorerne delvis rationelle forventninger, indbygger de en stigende inflations-takt i deres rentekrav — d.v.s. i udgangssituationen vil realrentekravet være endnu hø-jere. Hvis de tænker de langsigtede makroøkonomiske sammenhænge igennem, når de til den konklusion, at der ingen vindere kan blive i dette forventningsspil. De sætter sig hen og forhandler en realrenteskud med staten.

At føre pengepolitik i en sådan situation er under alle omstændigheder en kompliceret affære.

Skal jeg summere min opfattelse af statsbankerotten op, er den ikke en *situation*, man havner i, men en *intellektuel proces*, der forløber inde i folks hoveder og som ender op i erkendelse af nogle meget grundlæggende sammenhænge, der faktisk stikker dybe- re end både almindelig økonomisk teori og folks politiske standpunkter.

Selvom mange af os grinede af statsbankerotspøgelset, da Steffen Møller manede det frem i et kort indlæg på LO's kongres i slutningen af 1981, mener jeg i dag, at det har været en af de mere frugtbare diskussioner omkring realiteterne i det vi kalder for øko- nomi og som har tilført den danske befolkning i almindelighed mere indsigt i makro- økonomiske sammenhænge end ti års uafbrudte forelæsninger ville have evnet.

II. Crowding Out

Crowding out har det som statsbankerotten. I en standardkeynesiansk sammenhæng kan det i første omgang forekomme at være noget vrøvl. I en situation med underbe- skæftigelse af mennesker og maskiner kan man sagtens lukke flere ind i produktionen gennem den økonomiske politik uden at presse andre ud.

Men den standardkeynesianske model er ikke — som den burde være — blot en re- duktion af virkeligheden til en række essentielle sandheder. Det er en beskrivelse af et ahistorisk samfund, hvor de økonomiske agenter ikke har særlige erfaringer fra en for- tid med konflikter mellem lønmodtagere og arbejdsgivere og et ikke altid lige økono- misk effektivt handlende folkestyre.

Som bekendt har der i perioden siden de første energiprisforhøjelser i 1973/74 været klare cykliske bevægelser i den økonomiske aktivitet. Fra 1976 til 1978 var OECD-om- rådet nærmere præget af en opgangskonjunktur. Investeringstilbøjeligheden burde have været stigende, men det var den ikke, bortset fra visse specielle områder, der havde med energipriserne at gøre. Samtidig voksede de statslige underskud og renten. I 1982 og -83 burde man internationalt have haft en kraftig reaktion på tilbageslaget i 1980-81. Men det er først nu, at der er mere sikre tegn på vækst i de *amerikanske* erhvervsinvesterin- ger, på trods af at opsvinget der tog fart allerede for et år siden. Og i Europa er tegnene endnu usikre.

Ser vi på Danmark, er det rimeligt at forklare de lange perioder med begrænset er- hvervsinvesteringsvækst med dansk industris forventning til deres afsætningsmulighe-

der og de finansielle omkostninger ved at gennemføre en investering. Det er min opfattelse, at afsætningsmulighederne spiller den største rolle for investeringsbeslutningerne. Renteniveauets rolle er mindre afgørende (ellers ville erhvervssubsidierne have haft større effekt).

Vurderingen af afsætningsmulighederne i fremtiden påvirkes nok i negativ retning af et stort statsunderskud. For ganske vist stimuleres økonomien her og nu.

Men netop de »delvis rationelle forventninger« får virksomhedsledelsen til at forvente fremtidige økonomisk politiske stramninger, ud fra den opfattelse, at vi ikke kan leve med en fortsat vækst i statsunderskuddet.

Da de udenlandske afsætningsmuligheder også spiller en stor rolle, udøver forventningen om, at de beskæftigede lønmodtagere i fremtiden vil forsvare deres disponible realløn en negativ indflydelse på vurderingen af de langsigtede muligheder for at eksportere i en situation med voksende international konkurrence. Vi kommer ind i en ny »ond forventningscirkel«.

»Crowding out« effekten er derfor snarere baseret på *real-økonomiske forventninger* end på den aktuelle finansielle situation.

I Danmarks tilfælde spiller betalingsbalanceudviklingen og udlandsgælden en stor, pengepolitisk rolle. Det er mange år siden vi har haft råd til den luksus at anvende pengepolitikken til indenlandsk konjunkturpåvirkning. Vi har haft en konstant og hurtigt voksende udlandsgæld i alle årene siden midten af 1970'erne og dette har i sig selv medvirket til en oppresning af den danske realrente.

Et varigt underskud på betalingsbalancen indicerer et behov for devaluering.

Skal virksomhederne animeres til at fastholde deres forpligtelser over for udlandet, må der være et absolut rentespread af mindst samme størrelse som denne devaluering-forventning. Den udestående gæld belaster imidlertid i stigende grad betalingsbalancen med renter til udlandet. Skal virksomhederne øge deres udenlandske forpligtelser med henblik på at finansiere et voksende underskud, må den danske rente presses op i et stadig hurtigere tempo for at kompensere for det faktum, at en devaluering vil blive stadig mere solvensbelastende for den enkelte virksomhed.

Det er klart, at devalueringforventningerne derved kommer til at udøve et rent terrorregime over rentepolitikken og gør den helt uegnet som instrument for stabilisering af den indenlandske økonomi.

Crowding out effekten er derfor snarere baseret på forventninger, knyttet til det danske samfunds dokumenterede mangel på evne til at håndtere sit forhold til udlandet end på udviklingen på statsfinanserne. Relationen mellem crowding out og statsfinanser går den anden vej. Betalingsbalanceproblemet manglende løsning presser renten i vejret. Dette reducerer investeringerne, hvorpå ledighed og budgetunderskud stiger. Budgetunderskuddet må finansieres særligt dyrt netop på grund af betalingsbalanceunderskuddet.

III. Pengemængdeproblematikken

Vor aktuelle pengepolitiske hovedpine er imidlertid ikke renten, men »pengemængdegenfærdet«. Det ville være meget nyttigt, om vi herhjemme kunne opnå enighed om hvad vi egentlig skal synes om dette nostalgiske gespenst fra den førkeynesianske økonomiske teori.

Det har også noget at gøre med, hvordan man forholder sig til *kernen i monetarismen*. Personligt opfatter jeg monetaristernes interesse for pengemængden som et middel til at fremme deres liberale politiske ideologi.

Ved at kolportere en stabil udvikling i pengemængden som hovedmiddel nr. 1 i den økonomiske politik er de i stand til at demontere al anden økonomisk-politisk styring.

Pengemængdestyring ses her som et middel til at nedbryde den interventionistiske stat, som Keyneanismen skabte en videnskabelig undskyldning for.

I et land som Danmark med en åben økonomi og reelt meget liberale regler for kapitalbevægelser over landegrænsen, bliver pengemængden som målvariabel meget let en meningsløs størrelse. Det har også været mit indtryk, at Nationalbanken i hvert fald tidligere havde betydelig skepsis over for den centraleuropæiske — og i de senere år også amerikanske — tradition, hvor man månedlig kommenterede variationerne i pengemængdens vækstrate, som om alt afhænger af den.

Når pengemængden alligevel er begyndt at spille en voksende rolle herhjemme, knytter det sig til den førnævnte problemstilling omkring udlandsgælden.

Hvis virksomheder med betydelige bruttoforpligtelser over for udlandet pludselig får mere negative forventninger til valutakursudviklingen, vil de naturligvis bestræbe sig på at afvikle deres gæld.

En sådan gældsafvikling skal imidlertid finansieres. Hvis det skal ske ved at trække på kreditter i et pengeinstitut eller gennem salg af statsobligationer har Nationalbanken mulighed for at reagere hårdt og prompte. Den kan sætte pengemarkeds- og obligationsrenten op med et brag og påføre pengeinstituttet eller virksomheden et meget iøjnefaldende kurstab. Og i virkelighedens verden er det erfaringsmæssigt sådan, at realisering af et kurstab her og nu føles meget værre end at gå glip af indtægter ved ikke at anbringe sine likvider til optimal forrentning. Al erfaring fra en årrække med hyppige tilidskriser omkring kronen viser, at markedsrenteinstrumentet er ganske effektivt til at modstå valutadræn.

Men det forudsætter, at virksomhederne har debetsaldi på deres kassekreditter og/eller en væsentlig del af deres finansielle fordringer bundet op i fastforrentede obligationer, med en rimelig lang restløbetid.

Har de derimod en væsentlig del af deres finansielle fordringer placeret til variabel forrentning med begrænset opsigelsesvarsel, så er sagen pludselig en helt anden. Man kan afvikle en forpligtelse i fremmed valuta som man har en nærliggende angst for vil

påføre en et kurstab på flere procent fra den ene dag til den anden, med et pengeinstitutindskud, hvis pro anno rente måske er meget høj, men hvor den daglige rentetilskrivning er brøkdele af en promille. Det er muligvis en dårlig forretning på langt sigt, men dette sigt tæller *ikke* i usikkerhedssituationen.

Når de faktiske forhold er sådan, kan det ikke undre, at Nationalbanken er utryk ved den aktuelle pengemængdevækst. Men jeg vil påstå, at det ikke er qua pengemængde i monetaristisk forstand, at problemet er der. Det er fordi der er tale om »kursstabile fordringer i danske kroner«. Det er noget af en nyskabelse på det danske pengemarked.

Kan man kun opnå høj forrentning ved at købe statsobligationer, så er det der, de ledige midler ender. Det vil de gøre, hvis pengeinstitutternes rentemarginal er god og bred, d.v.s. hvis indlånsrenten ligger et godt stykke under udlåns- og obligationsrenteniveauet. Ud fra samfundsmæssige betragtninger om optimal ressourceanvendelse kan man sagtens se sig gal på danske pengeinstitutters tradition for en meget velvoksen marginal. Men det må sandelig have gjort det lettere at føre pengepolitik med henblik på stabilitet i valutakassen før 1983. Pengeinstitutterne optrådte — i hvert fald indtil ophævelsen af udlånsloftet — som en meget spag konkurrent til finansiering af statsunderskuddet. Rentemarginalreguleringen i sidste halvdel af 1970'erne må vel netop også siges at have været *pengepolitisk* meningsløs.

Den meget voldsomme vækst i pengemængden, der har fundet sted i løbet af de sidste 10 måneder, er for mig at se et helt naturligt resultat af den stedfundne overgang fra aftalestyring på penge- og kapitalmarkedet til markedsstyring.

Det spiller her en rolle, at pengeinstitutternes holdning til fast forrentede obligationer er en anden, end den almindelige erhvervsvirksomheds. For det første bliver man mindre påvirket, rent indtjeningsmæssigt, af kursændringer. De indgår som bekendt i beskatningsgrundlaget. En virksomhed eller privatperson får ingen kompensation. Hertil kommer, at pengeinstitutterne er i langt tættere kontakt med markedsudviklingen. Pengeinstitutterne er gennemgående mere trygge ved obligationsmarkedet end andre. Deres *forventninger* er mere konkrete og baseret på ret håndgribelige forestillinger om dag-til-dag likviditetsudviklingen, pengemarkedsrenten og Nationalbankens emissionspolitik.

Disse forhold er ganske eksotiske for den gennemsnitlige *private investor*, der er meget mere afhængig af de skrevne og elektroniske mediers betydelig mere upræcise signaler om fremtiden.

Dette betyder, at pengeinstitutter er rede til at disponere med en betydelig smallere indtjeningsmargin end ikke-banker. Det betyder også, at et pengeinstitut er rede til at skaffe sig fastforrentede og ret kortfristede indlån til en sats, der måske kun ligger 1/2 pct. under den effektive rente på en statsobligation. En virksomhed vil ønske en forskel på flere procent. Skiftet i rentestrukturen omkring årsskiftet 1982/83 — udløst af ændringen i den økonomiske politik — har derfor ændret grundlaget for den pengepolitiske styring.

Renteniveauet på aftalekontomarkedet er siden da steget i forhold til det traditionelle indlånsrenteniveau. Denne tendens forstærkes så yderligere af, at indlånsvækst på marginalen vurderes som en positiv ting i sig selv af pengeinstituttets ledelse. Det kommer ikke an på at tjene flest penge. Det er man tværtimod lidt nervøs for på grund af mediernes generelt skeptiske holdning til 'pengepugerne' i banker og sparekasser. Det kommer an på at øge markedsandelen og have den største balance.

Hertil kommer så, at Nationalbanken som led i sit i øvrigt rationelle styringssystem gør indlånsvækst til et kriterium for acceptabel udlånsvækst.

Pengeinstitutternes organisationer fik i januar 1984 et meget vredt brev fra Nationalbanken, hvor stigningstakten i udlånene fra december 1982 til december 1983 blev karakteriseret som uacceptabel.

Det er umiddelbart ret frustrerende for det enkelte pengeinstitut. Hvis man kan dokumentere en indlånsvækst på 20 pct. er der vel ingen mening i, at man skal nøjes med en udlånsvækst på kun 8.

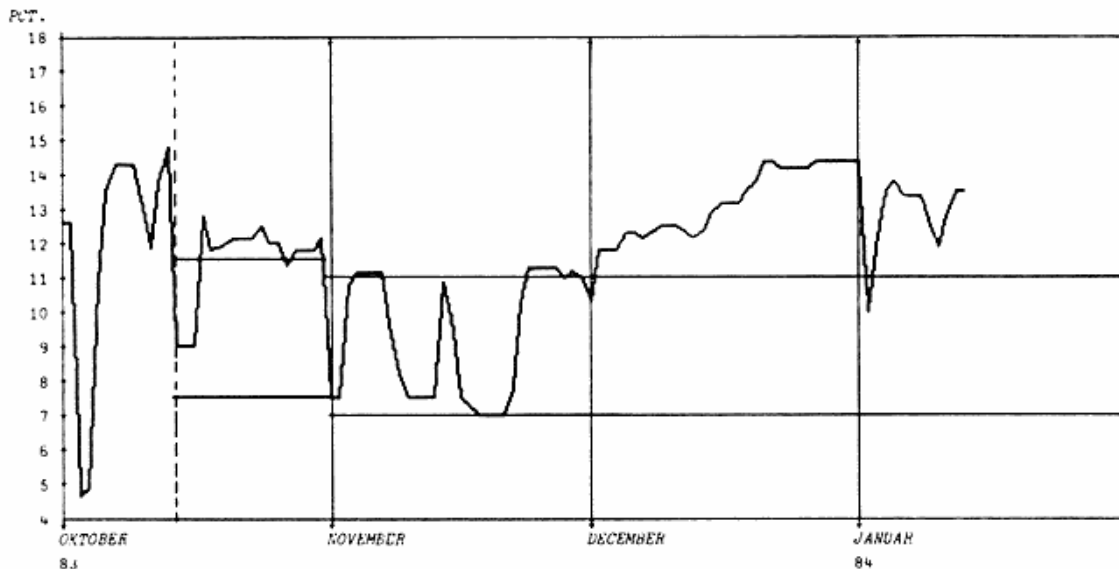
Det antyder den meget store forskel der er mellem det pengepolitiske mikroplan og så Nationalbankens overordnede syn. Der er i virkeligheden en fundamental kommunikationsbrist mellem de to niveauer, der risikerer at gøre markedsstyringen illusorisk.

I efteråret forsøgte Nationalbanken at reformere sit lånetranchesystem med henblik på at reducere pengemængdevæksten. Metoden var at indføre en enhedsrente for lån i Nationalbanken og at afskaffe den høje marginalsats, der afspejlede sig på pengemarkedet og dermed også på aftalekontomarkedet. Formålet var at øge spændet til obligationsmarkedet. En diskontonesættelse på 1/2 pct. trak i samme retning. Dette udløste en stigende efterspørgsel efter obligationer som Nationalbanken imødekom med et betydeligt salg til stigende kurser. Efterhånden påvirkede det selvsagt likviditeten i pengeinstitutsektoren og Nationalbanken intervererede på dag-til-dag markedet, men til en sats, der lå et godt stykke over den lave lånerammesats. Dette medførte straks en retablering af de høje aftalekontorenter.

Situationen var tilbage hvor den startede. Den private sektor skyder ind i pengeinstitutterne og pengemængden vokser.

Nationalbanken kunne atter sætte pengemarkedsrenten ned og håbe på, at det vil hjælpe. Men man må nok realistisk regne med, at obligationsrenten hurtigt følger efter — samtidig er vi nok ved at nærme os undergrænsen for det acceptable renteniveau herhjemme i betragtning af, at betalingsbalancen stadig kører med et drønende underskud på et par procent af BNP og at det snarere vil stige end falde i de kommende måneder med den øgede private investeringsaktivitet.

Jeg er bange for, at vi er kommet i en situation, hvor en kraftig strukturændring på penge- og kapitalmarkedet — karakteriseret ved en voldsom rentemarginalindsnævring



Figur 1. Pengemarkedsrenten, dag-til-dag oktober 1983 - januar 1984

og en høj grad af markedsfølsomhed — har gjort dele af Nationalbankens styringssystem ineffektivt. Det forudsætter en rentestruktur på penge- og kapitalmarkedet, der er i færd med at blive helt anderledes.

Måske er den strukturændring kun midlertidig, skabt af de ekstraordinært store kapitalgevinster i 1983. Den aktuelle udvikling med kraftig marginalindsnævring rammer pengeinstitutternes primære driftsresultat ganske hårdt. Og de næste par år giver næppe kursgevinster, der tåler sammenligning med indeværende år. Hvis rentemarginalindsnævringen kun er en tidsbegrænset foreteelse, kan det være, at den i øvrigt samfundsgavnlig konkurrence hører op af sig selv i løbet af de kommende par år. Det afhænger af, om de mere dynamiske pengeinstitutter kan styre deres driftomkostninger så tilpas langt ned, at de kan konsolidere sig ved en lavere rentemarginal.

Bliver dette tilfældet, skal Nationalbanken nok i tænkeboksen. Enten skal vi tilbage til restriktionsjunglen eller også skal bruttorentemarginalen tvinges i vejret gennem en udbygning af de markedsmæssige styringsværktøjer. Ellers bliver det meget vanskeligt at få flyttet midler fra aftaleindskud over i statsobligationer.

Bliver resultatet, at man fastholder markedsstyringen, er der næppe tvivl om at kasse-reservekrav må indføres. Rentefri deponering af en del af indlånsmassen for at fordyre kapitalanskaffelsesomkostningerne. Men jeg kan godt forstå, hvis Nationalbanken tøver. Det kan meget let sende et destabiliserende stød gennem obligationsmarkedet. Bliver obligationsmarkedet atter ustabil, bliver det endnu sværere at lokke private investorer til at placere deres pengeinstitutindestående i statspapirer.

Og spørgsmålet er om vi ikke kan nøjes med mindre. Det er som bekendt eksistensen af de meget højt forrentede aftalekontomidler, der er den skjulte trussel mod ordnede pengepolitiske forhold. Hvis man er parat til at stramme om op det aktuelle indberetningssystem for højt forrentede konti, kunne man måske helt undgå vrøvl på obligationsmarkedet ved at indføre *marginale* kasserereservekrav alene for højt forrentede indlån med kort opsigelse.

Ved at sætte deponeringssatsen tilstrækkeligt højt, kunne pengeinstitutternes interesse for at tilbyde indlånsrenter på *nye* indskud, der kan konkurrere med obligationsrenten, hurtigt bringes til ophør. Man kan så krydse fingrene og håbe, at de går i statsobligationer i stedet for.

IV. Rentepolitik

Afslutningsvis vil jeg gerne sige noget om rentepolitik. Vi har en rentepolitik herhjemme som siger, at vi ingen rentepolitik har. Renten skal ikke stabiliseres af de pengepolitiske myndigheder, sådan som den keynesianske ortodoksi pålagde den i 1950'erne og 1960'erne. Markedet er bedre til at vurdere prisen på kapital.

Man har også haft dårlige erfaringer med markedsrentestabilisering gennem Nationalbankens markedsoperationer tilbage i slutningen af 1960'erne. Men penge- og kapitalmarkedet har efterhånden udviklet mange delmarkeder og de hænger ikke alle lige godt sammen. Pengemarkedet, aftalekontomarkedet og obligationsmarkedet er ganske vist efterhånden blevet teknisk godt integreret — i hvert fald ud fra et pengeinstitutsynspunkt.

Men måske ikke ud fra et pengepolitisk synspunkt. Det er den eneste måde jeg kan fortolke den passus i Nationalbankens foromtaltede brev, der i hvert fald indirekte bebrejder pengeinstitutterne, at de køber statsobligationer.

Jeg kan acceptere, at Nationalbanken skælder ud over vort udlånstempo og advarer os om, at de vil tage markedsmessige foranstaltninger i brug.

Men en stakkels pengeinstitutdirektør bliver helt forvirret, hvis dette så suppleres med, at de udlånte indlån derefter ikke må investeres i obligationer. De må heller ikke anbringes i udlandet. Hvad skal man gøre med dem?

På mikroplan er det væksten i indlån, der danner basis for obligationskøb og udlån. På makroplan er det obligationskøb og udlån, der skaber indlån.

Makroplanet skal være varsomt med at sende breve ned til mikroplanet. Det kommer der kun dyb frustration ud af. Ordene betyder noget forskelligt.

Skal man kommunikere meningsfuldt, er *markeds signaler* meget bedre. Derfor er det nyttigt, hvis markederne hænger forudsigeligt sammen. Nationalbanken skal agere så forudsigeligt, at det kan udløse stabiliserende spekulation på markederne. Et eksempel på en tommelfingerregel, som mikroplanet ville kunne forstå og reagere forudsigeligt på, kunne være:

Jeg ville kigge ned i valutakassen hver dag. Hvis den var stigende, ville jeg nedsætte min interventionsrente på pengemarkedet og forsyne obligationsmarkedet med papirer til en nogenlunde fast kurs.

Hvis valutakassen var faldende, ville jeg forhøje min interventionsrente på pengemarkedet og købe obligationer til en nogenlunde fast kurs.

Den første mandag i hver måned ville jeg kigge på diskontoen og justere den i overensstemmelse med udviklingen i interventionsrenten på pengemarkedet.

Dette kunne skabe en forudsigelig tendens på obligationsmarkedet og reducere pengeinstitutternes og publikums utryghed omkring de pengepolitiske dispositioner. Det er værd at huske, at informationsniveauet er langt højere og mere up-to-date i Nationalbanken. Der bruges ganske mange ressourcer i pengeinstitutterne til at tolke — og sikkert hyppigt fejltolke — Nationalbankens handlinger på de enkelte markeder.

Obligationer ville blive mere tiltrækkende for virksomhederne som langtfriestet placering og tillade en nyttig indsnævring af rentestrukturen ved at reducere usikkerhedspræmien for fastforrentede fordringer. Og det vil gøre statsgælden lettere og billigere at finansiere.