

Dansk pengepolitik under forvandling

Peter Erling Nielsen

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: The Chairmanship of the Danish Economic Council has surveyed Danish monetary policy on request of the Folketing (the Parliament). This article examines parts of the findings. Special emphasis has been put on the interpretation of the history of recent monetary policy, on the conception of monetary autonomy and on the information policy of the Danmarks Nationalbank (the Central Bank).

Baggrunden for rapporten fra Det økonomiske Råds formandskab

I sommeren 1984 udspandt der sig en heftig debat om den danske penge-, statsgæld- og valutapolitik. Anledningen var for det første, at realrenten så ud til at have bidt sig fast på et højt niveau; selv om de nominelle renter var blevet kraftigt reducerede, var der stadig problemer for både kapitaldannelse og statsfinanser. For det andet vakte det bekymring hos oppositionen i Folketinget, at valutabetemmelserne var ved at blive liberaliserede; det hævdedes at fordyre kapitalimporten og reducere den pengepolitiske autonomi. I denne forbindelse kom det til at spille en stor rolle, at Jesper Jespersen i sin rapport¹ om statsgældspolitikken i de nordiske lande argumenterede for, at man i stedet for at fortsætte ad den nye, liberale kurs burde orientere sig mod tendensen i Norge og Sverige, hvor en kombination af restriktive valutabestemmelser og kvantitativ kreditregulering – en styringsform man havde fastholdt frem til begyndelsen af 1980'erne, dvs. længere end de fleste andre OECD-lande – angaves at have været årsagen til, at disse lande havde formået at sikre en rente under det danske niveau.

Med lidt varierende motiver tilsluttede et flertal i Folketingets politisk-økonomiske udvalg sig i december 1984, at man bad økonomiministeren om at anmode Det økonomiske Råds Formandskab om at udarbejde en pengepolitisk redegørelse ud fra et kommissorium², som udvalget selv skrev og fremsendte.

1. Jesper Jesperen (1984).

2. Rapporten, ss. XXIX - XXX.

Dansk pengepolitik under forvandling

Peter Erling Nielsen

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: The Chairmanship of the Danish Economic Council has surveyed Danish monetary policy on request of the Folketing (the Parliament). This article examines parts of the findings. Special emphasis has been put on the interpretation of the history of recent monetary policy, on the conception of monetary autonomy and on the information policy of the Danmarks Nationalbank (the Central Bank).

Baggrunden for rapporten fra Det økonomiske Råds formandskab

I sommeren 1984 udspandt der sig en heftig debat om den danske penge-, statsgæld- og valutapolitik. Anledningen var for det første, at realrenten så ud til at have bidt sig fast på et højt niveau; selv om de nominelle renter var blevet kraftigt reducerede, var der stadig problemer for både kapitaldannelse og statsfinanser. For det andet vakte det bekymring hos oppositionen i Folketinget, at valutabetemmelserne var ved at blive liberaliserede; det hævdedes at fordyre kapitalimporten og reducere den pengepolitiske autonomi. I denne forbindelse kom det til at spille en stor rolle, at Jesper Jespersen i sin rapport¹ om statsgældspolitikken i de nordiske lande argumenterede for, at man i stedet for at fortsætte ad den nye, liberale kurs burde orientere sig mod tendensen i Norge og Sverige, hvor en kombination af restriktive valutabestemmelser og kvantitativ kreditregulering – en styringsform man havde fastholdt frem til begyndelsen af 1980'erne, dvs. længere end de fleste andre OECD-lande – angaves at have været årsagen til, at disse lande havde formået at sikre en rente under det danske niveau.

Med lidt varierende motiver tilsluttede et flertal i Folketingets politisk-økonomiske udvalg sig i december 1984, at man bad økonomiministeren om at anmode Det økonomiske Råds Formandskab om at udarbejde en pengepolitisk redegørelse ud fra et kommissorium², som udvalget selv skrev og fremsendte.

1. Jesper Jesperen (1984).

2. Rapporten, ss. XXIX - XXX.

Den færdige rapport blev drøftet i Det økonomiske Råd i september 1985 og i Folketinget to måneder senere.

Det følgende skal ikke opfattes som nogen anmeldelse, men som et forsøg på – gennem en diskussion af nogle af rapportens problemstillinger – at bidrage til den debat, som udgivelsen har givet anledning til.

2. Pengepolitikken fra 1969 til 82

Helt i tråd med andre fremstillinger af den nyere pengepolitik historie gøres 1969 til et vendepunkt, hvor en større afhængighed af udlandet bliver accepteret og indbygget i pengepolitikens tilrettelæggelse. Forholdet på de finansielle markeder skal nu afspejle betalingsbalanceudviklingen, og det betød frem til 1974, at en (for slap) finans- og pengepolitik skulle suppleres med henblik på at dæmpe en tiltagende inflation og at nedbringe de løbende betalingsbalanceunderskud; det er historien om indførelsen af udlånsloftet, bortfaldet af Nationalbankens støttekøb på obligationsmarkedet og forskellige stramninger af forholdene på realkreditmarkedet. Som det fremgår af redegørelsens kap. 2, så ændres denne problemstilling fra 1974, fordi pengepolitikens hovedformål nu må blive at tilskynde eller tvinge erhvervsvirksomhederne til at optage så store lån i udlandet, at der herigennem blev givet et bidrag til finansieringen af de uundgåelige, løbende underskud. Fra tid til anden forsøgte man at tilpasse det pengepolitiske instrumentarium, så også interne mål kunne nås – styringen af pengeinstitutternes renter (og af rentemarginalen) skal bl.a. ses i dette lys, ligesom en forsigtig lempelse af realkreditens vilkår fra midten af årtiet havde bolig- og beskæftigelsesmæssige årsager. Men hovedlinien var, at underskuddet skulle finansieres, og midlerne blev – foruden kvantitativ regulering af kreditgivningen – pengemængdestyring gennem statspapirsalg og påvirkning af pengeinstitutternes likviditet (eller af pengemarkedsrenten) via regulering af de rammer og øvrige vilkår, der gjaldt for pengeinstitutternes låntagning i Nationalbanken (lejlighedsvist blev dette suppleret af intervention på pengemarkedet).

Både statspapirsalg og lånerammestyring begyndte i 1975.

I det mere udførlige kap. 4 betragtes udviklingen i anden halvdel af 1970'erne på en noget anden måde, idet »(m) eget taler for, at pengepolitikken fra 1976 og frem blev tilrettelagt ud fra hensynet til den løbende betalingsbalance... Denne økonomiske politik byggede bl.a. på en nedpresning af investeringerne og forbruget af varige goder gennem en høj rente«. (Rapporten, s. 91).

Denne antagelse er interessant, fordi den indebærer en nyfortolkning af den tids pengepolitik, og fordi rapporten ikke – når det kommer til stykket – holder fast ved, at

hovedformålet med den førte politik i årene 1975 – 82/83 var at finansiere underskuddene, men at medvirke til at mindske dem; dette må ses i sammenhæng med vanskeligheden ved at forstå, at en kapitalimport-strategi – hvis det var en sådan, man forsøgte at gennemføre – kunne være så mislykket, som tilfældet var. På trods af kvantitativ kreditregulering og rekordstort rentespænd over for udlandet, forblev den private kapitalimport beskeden for endda at blive negativ mod periodens slutning. Man undersøger udviklingen i løbende betalingsbalance, nominal valutakurs (der optræder som proxy for den forventede størrelse) og real valutakurs med henblik på at afsløre særlige omstændigheder ved den danske situation, der skulle kunne forklare, at rentespændet nødvendigvis måtte blive så højt, givet at målet var, at den private kapitalimport skulle være på et vist niveau.

Selv om intet land helt har haft vores konstellation af problemer, synes de, der kommer tættest på – Finland, Sverige og Belgien – ikke at have haft renteniveauer, der blot lignede vores. På denne baggrund kommer redegørelsens forfattere frem til, at der i Danmark må have været ført en bevidst stram pengepolitik med det formål at nedbringe de løbende underskud. En sådan betragtning understøttes af det forhold, at den daværende regering i 1979 valgte at standse salget til udlandet af statspapirer (de korteste obligationer på markedet), netop som den kapitalimportkilde begyndte at betyde noget.

Man overvejer tillige den mulighed, at det omtalte rentespænd kunne være et utilsigtet resultat af den valgte statsgældspolitik. I anden halvdel af 1970'erne blev de helt korte statsgældsbeviser (løbetider på 1 eller 2 år) solgt med lave pålydende renter, hvilket gav private købere skattefrie og helt forudsigelige, hurtige kursgevinster af betragtelig størrelse – man kunne så tænke sig, at den tildels ved indenlandsk skatteovervæltning bestemte høje, korte efter-skat rente skulle have presset den lange før-skat rente op. Men for at dette ræsonnement skal kunne føre frem til, at den gennemsnitlige rente var unødvendigt høj, så må det være konstateret, at de længere papirers afkast var mindre snævert korreleret med den internationale rente end de korte fordringers. Men rapporten afkræfter selv den – på forhånd sandsynlige – antagelse. Hertil kommer, at redegørelsens implicite forudsætning om, at den danske rentestruktur i de år skulle have været abnormt stejl, næppe ser ud til at holde.

Det modsatte synspunkt, at den lange rente skulle kunne holdes særligt lav via tilpasning af vilkårene for de udbudte statspapirer – den såkaldte operation twist-politik, som mange troede på i 1975-76 – så dog heller ikke ud til at have noget for sig. Rentestrukturen er næppe til at manipulere³.

Men rapportens hovedsynspunkt er da også, at renten var høj, fordi den skulle være høj. Men en summarisk gennemgang af bl.a. årsberetninger fra Nationalbanken og

3. Jfr. Rygner (1979).

diverse publikationer fra Budgetdepartementet, giver ikke megen støtte for formandskabets fortolkning – pengepolitikens formål angives hele tiden at være at sikre privat deltagelse i kapitalimporten. Men på den anden side, hvorfor blev rentespændet i forhold til udlandet så stort, og hvorfor lukkede man for statspapirsalget i 1979?

En mulig forklaring kan have været, at de akkumulerede danske underskud allerede i slutningen af 1970'erne var kommet op på et meget højt niveau, hvilket sammen med en udbredt opfattelse af, at kronen var kommet ind i Slange-samarbejdet med en urealistisk høj kurs, kan have hævet en forventning om, at der før eller senere ville komme »en stor éngangstilpasning« – noget der tildels også gik i opfyldelse i 1979. Afbrydelsen af salget af statspapirer samme år må så forstås på den måde, at myndighederne selv opfattede rentespændet som værende så stort at kapitalimporten via obligationseksport var for dyr, jfr. argumentationen frem til sommeren 1985 for, at det store obligationsalg til udlandet burde standses – der er en vis konsekvens i, at de, der deliberaliserede for syv år siden, var parate til at gøre det igen. Hverken den gang eller nu har socialdemokratiske politikere haft tillid til, at frie valutabestemmelser kunne medvirke til at sikre lavere dansk rente.

Skulle man imidlertid komme frem til, at Formandsskabets vurdering af pengepolitikens formål er den mest rimelige, så kan en sådan accept umuligt gælde længere frem end til og med 79, for herefter blev realrenten så høj, at dette ikke kan have været ønsket af nogen. Herom vidner en voldsom nedgang i låntagningen på markedsvilkår og et katastrofalt fald i de private nyinvesteringer – myndighederne reagerede med at opgive den officielle målsætning om, at erhvervslivet skulle deltage i kapitalimporten, og samtidig blev udlånsloftet suspenderet og forskellige subsidierede kreditformer (bl.a. K-kånene) fik lov til at ekspandere. Resultatet blev en forøgelse af M_2 , der langt oversteg væksten i BNP i løbende priser. Det var i hvert fald ikke noget forsøg på »nedpresning af investeringerne«. At denne politik så ikke lykkedes, er en anden sag.

Uklarheden om pengepolitikken før 1982/83 gælder ikke blot de reelle mål. Det kunne have været interessant, om Formandsskabet i detaljer havde behandlet den stedfundne tilpasning af instrumenterne, ligesom forsøg på at måle den førte politikstramhed kunne have været klagørende. Behovet for det sidste illustreres af udviklingen i den omtalte, vanskelige periode fra foråret 1980 til foråret 1983 – instrumenterne blev tilpasset i ekspansiv retning, et mellem mål som M_2 indikerede, at dette lykkedes, men både nominel og real rente steg, og samtidig kom en efterhånden ikke ubetydelig kapitaludstrømning igang.

Når Formandsskabet ligesom alle andre har problemer med præcist at redegøre for sammenhængen mellem mål og midler, skal det ses på baggrund af, at man selv efter en stor indsats⁴ må konstatere, at diffuse valutakursforventninger let kan sætte rente-

4. Rapporten ss. 96-104 og bilag 4.

forskellene ud af spillet ved bestemmelsen af kapitalbevægelserne. Dette tenderer mod at gøre effekten af de pengepolitiske instrumenter fuldstændig uforudsigelig.

Denne problemstilling fører frem til et andet interessant element i rapportens analyse, nemlig autonomibegrebet. I kap. 1 forklares meget pædagogisk, at friere valutakursbevægelser og lavere kapitalmobilitet vil forøge muligheden for at opnå indenlandske mål ad pengepolitisk vej – og det er naturligvis korrekt. Tankegangen er, at valutakursændringer i en given periode kan opfattes som en stokastisk variabel, og at en stigende usikkerhed (målt som forøget varians på skønnet over valutakursændringerne), vil afføde krav om større risikopræmier for at holde udækkede positioner. På denne måde bliver usikkerhed et substitut for kapitalrestriktioner i den forstand, at spekulation vanskeliggøres.

Valutakursusikkerheden var formentlig større end nogensinde før efter de store devalueringer i slutningen af 1979, og efter at betalingsbalancen forværredes i begyndelsen af 1980'erne. Hvorfor lykkedes det så ikke under disse »gunstige« omstændigheder – at drive en selvstændig dansk pengepolitisk lempelse igennem i disse år? Formentlig fordi den forventede valutakursændring ikke var nul, men et stort negativt tal – mere bevægelige kurser blev under disse omstændigheder ensbetydende med øget sandsynlighed for (flere) devalueringer. Skal vismændenes autonomi anvendes konstruktivt i pengepolitikken, synes det at forudsætte, at der kan etableres øget kursusikkerhed uden der samtidig opstår en bias i skønnet over en periodes forventede ændring. Og det vil det gøre i en økonomi med stor gæld og vedvarende underskud. Det er derfor problematisk at hævde, at den pengepolitiske selvstændighed var stor i perioden 1976 – 82/83, ligesom det ikke forekommer indlysende, at spillerummet igen skulle kunne gøres større – som det hævdes i kap. 6's analyse af underskudsforløbet – under fremtidige, tilsvarende omstændigheder.

3. Pengepolitikken efter 1982/83

Det har været genstand for en betydelig offentlig debat – som har givet genlyd i den pengepolitiske redegørelse – hvordan rentefaldet siden slutningen af 1982 skal forklares.

Den omtalte, kraftige ekspansion af M_2 fortsatte gennem hele 1983 – ved årsskiftet 83/84 var vækstraten oppe på ca. 25 pct. samtidig med, at inflationen var aftagende og realvæksten stadig svag. Finanspolitikken blev strammet, så udsigterne for både offentlige finanser og betalingsbalancen bedredes. På samme tid understregede regeringen dels sin vilje til at føre fastkurspolitik ved at holde kronen stabil via-a-vis ECU'en, da der i marts 1983 blev foretaget kurstilpasninger i EMS, og dels liberaliserede man valutabestemmelserne i maj (hvor især genoptagelsen af salget af statspapirer til udlandet og danskeres adgang til køb af alle typer valutaobligationer påkaldte sig opmærksomhed).

Det er som nævnt meget svært at betragte udviklingen i M_2 som et pålideligt udtryk for pengepolitikens stramhed; den kraftige stigning i dette aggregat frem til slutningen af 1982 var ledsaget af en stigning i renteniveau og -spænd, mens renten herefter faldt voldsomt, da M_2 -væksten forøgedes yderligere frem gennem 82. Man må dog her være opmærksom på, at banker og sparekasser reagerede trægt i deres rentefastsættelse på faldet i obligationsrenten, hvorfor det må være rimeligt at antage, at en forøget pengeefterspørgsel kan have forårsaget en del af stigningen i pengemængden. I Nationalbankens kommentar⁵ til udviklingen spillede netop et porteføljeskift hos den private ikke-banksektor en vigtig rolle – betragtningen har meget for sig, men det er uklart, om man kan forestille sig, at et sådant niveauskift skal tildeles en stor del af ansvaret for den M_2 -udvikling, der fulgte gennem resten af 83 og hele 84. Pengeinstitutterne var frem til sommeren 85 overraskende utilbøjelige til at tilpasse sig udviklingen på obligationsmarkedet, men renteforskellen nærmede sig alligevel det normale allerede i 84, da obligationskurserne faldt.

Det ville være i god overensstemmelse med rapportens generelle holdning, hvis man i det væsentlige lader pengemængdeudviklingen være forklaret fra efterspørgsels-siden, men det havde været en fordel, hvis man i sin argumentation havde kunnet støtte sig på en nyestimeret pengeefterspørgselsfunktion; sammenfattende kan man konstatere, at Formandskabet har afstået fra detaljeret at analysere de seneste års usædvanlige udvikling. Synspunktet er nærmest, at M_2 -væksten ikke har været nogen væsentlig faktor bag rentefaldet, og at aggregatet nu anses at have tabt sin sidste rest af mening som pengepolitisk indikator efter at låntagningen i udlandet (incl. salg af korte papirer) er givet helt fri.

Men er det så lempelserne af valutabestemmelserne eller fastkurspolitikken, der skal have æren for renteutviklingen? Formandskabet skriver mest om det første, og det må også medgives, at de tre liberaliseringer⁶ helt har ændret spillereglerne på de danske finansielle markeder. Som en konsekvens heraf måtte man ændre det pengepolitiske styringssystem, så der blev lagt mindre vægt på kvantitative restriktioner. Udlånsloftet blev fjernet til fordel for et »markedsorienteret overvågningssystem«, der skal holde pengeinstitutternes indlånsvækst – og dermed også deres aktivside – nogenlunde under kontrol. Samtidig udskiftedes låne- og indskudsrammerne som middel til regulering af bankers og sparekassers likviditet med en adgang til belåning af indlånsbeviser, som institutterne kan afkøbe Nationalbanken. Men det er alligevel spørgsmålet, om ikke fastkurspolitikken har været mindst lige så afgørende og i den indledende fase det vigtigste

5. Jfr. Kvartalsoversigten, august 1983.

6. Ændringen i maj 83 er blevet fulgt op af en ret til for valutaindlændinge at købe børsnoterede, udenlandske aktier fra januar 84 og af en reduktion fra 5 til 1 år af den minimale løbetid, som finanslån måtte optages med – dette skete i juni 85. Der er endvidere foretaget en række andre lempelser og forenklinger.

– det må erindres, at obligationsrenten faldt fra 21 pct. i november 1982 til 13½ pct. i april 83, dvs. før valutabestemmelserne havde været justeret første gang. Det fremgår da også tydeligt af Formandskabets analyse, at den grad af kapitalmobilitet, man havde kendt til i 1970'erne, havde været fuldt tilstrækkelig til at muliggøre alvorlige valutakriser.

Det er således naturligt at se den nye valutakurspolitik – understøttet af finans- og indkomstpolitiske stramninger – som den igangsættende faktor. På den anden side kan man med rimelighed hævde, at de succesive lempelser har demonstreret, at man mente sin valutakurspolitik alvorligt – substitutionsmulighederne mellem inden- og udenlandske markeder er blevet bedre end nogen sinde før, så eventuel, fremtidig valutauro vil kunne give anledning til voldsomme kapitalbevægelser.

Ét element i den lange række af valutalempelser har dog haft direkte indflydelse på den indenlandske rentedannelse: den »rentekrig«, banker og sparekasser påbegyndte i sommeren 1985 var næppe kommet igang, hvis erhvervslivet ikke havde fået fri adgang til at låne på det korte marked i udlandet; gøres det ved optagelse af euro-kronkreditter, dvs. kurssikrede valutalån, har man et næsten perfekt substitut til indenlandsk låntagning.

4. De fremtidige pengepolitiske muligheder

I sin analyse af den pengepolitiske transmission lægger redegørelsen stor vægt på udviklingen i realrenten, og dermed på vilkårene for *substitution* mellem finansielle og reale aktiver.

Det meget instruktive kap. 5 belyser dette ved at vise udviklingen i erhvervenes kapitalomkostninger (user costs); man får her et klart indtryk af, at denne størrelse er steget dramatisk siden midten af 1970'erne, og at de seneste tre års fald i de nominelle låneomkostninger næsten fuldstændigt er blevet modsvaret af en reduktion i inflationsraten.

Der er sket en vis lettelse, fordi en mindre del af traditionelle låns reale byrde nu er skubbet væk fra de første, ofte vanskelige år af investeringsprojekternes levetid. Men bortset fra denne likviditetsforbedring er det tydeligt, at kapitaldannelsen stadig er presset fra omkostningssiden – alene af den grund har det stor interesse at overveje midler til yderligere fald i den nominelle rente, og det er også temaet for redegørelsens kap. 6.

Inden man kommer hertil, må det dog noteres, at redegørelsen ingen vægt lægger på *formueeffekter*. Det er ganske vist en dansk tradition at se sådan på tingene, fordi den udestående obligationsmasse frem til 1975 næsten udelukkende var af inside-karakter. Men nu er ca. 40 pct. af alle obligationer udstedt af staten, og selv om den gennemsnitlige restløbetid er kort, og ca. 10 pct. og statsgælden er overtaget af udlændinge, så har en halvering af renteniveauet skabt store formuestigninger i den private sektor – bety-

| | Overskudsforløb udlandsrente op med 1 pct. point fra 86 til 90 | | Underskudsforløb obl.renten reduceret med 1/10 fra 86 til 95 | |
|--------------------------------|---|---------|---|---------|
| | udgang | ændring | udgang | ændring |
| Obl.rente, 1990, pct. | 7,5 | + 0,36 | 11,0 | -1,10 |
| Bankrente, 1990, pct. | 6,8 | + 0,21 | 10,3 | -0,91 |
| akk. størrelser { | | | | |
| priv. nettoinv. mia kr. | 92 | - 2,7 | 169 | + 6,8 |
| arbejdsløshed, 1000 år | 1317 | + 4,5 | 3270 | -48,2 |
| off. budgetsaldo, mia kr. | -13 | -17,3 | -191 | + 8,3 |
| bet.bal.saldo, mia kr. | - 3 | - 9,9 | -146 | -12,6 |

Anm.: De viste niveauer for realøkonomiske størrelser hidrører fra forskellige tidsintervaller og lader sig derfor ikke sammenligne.

der det ikke noget for forbrug og investeringer? Også udviklingen på aktiemarkedet kunne være taget i betragtning - her er kurserne gået endnu mere op.

Men redegørelsen ser altså påvirkningskanalen fra de finansielle til de reale markeder som gående over de reale lånerenter, og det er også udgangspunktet for analysen af den fremtidige pengepolitik.

I kap. 6 diskuteres et såkaldt over- og underskudsforløb, som begge er fremskrivninger af den danske økonomi fra 1985 til 1995.

Forudsætningen bag *overskudsforløbet* er moderat optimistisk, hvad angår udviklingen i international vækst, bytteforholdet og international rente, mens der tilsvarende bag *underskudssituationen* ligger pessimistiske antagelser⁷.

I det gunstige scenario afløses betalingsbalance- og budgetunderskud af moderate overskud, og ledigheden nedbringes marginalt, mens der i det ugunstige tilfælde kan påregnes en svag forbedring af de to saldo-størrelser (målt i forhold til BNP), mens arbejdsløsheden forværres.

De gjorte forudsætninger skal ikke gennemgås og diskuteres - det interessante er at analysere konsekvenserne af at ændre forskellige pengepolitiske instrumenter (se oversigten). Materialet er omfattende, men ved at foretage en sammenskrivning på to centrale tabeller (s. 163 og s. 175) i rapporten, kan man få et indtryk af resultaterne.

1) Det fremgår, at afsmitningen fra uden- til indenlandske renter er relativt beskeden, hvilket næppe er plausibelt i lyset af de omtalte ændringer af valutabestemmelserne. Det er især bemærkelsesværdigt - givet den omtalte adgang til at optage étårige finanslån - at pengeinstitutternes satser ikke tænkes at samvariere stærkere med tilsvarende udenlandske renter. Redegørelsen opererer da også med en alternativ, højere renteføl-

7. Blandt disse kan nævnes det afgørende forhold at reallønnen antages at være nedad stiv.

somhed, hvor en udenlandsk stigning på 1 pct. point slår igennem herhjemme med 0,34 – men det forekommer stadig meget lavt.

2) Effekten af renteændringer på nettoinvesteringerne er beskedne, dels som en følge af den nævnte, svage forbindelse mellem dansk og international rente – den nominelle sats, der indgår i investeringsfunktionernes user costs sammenvejer obligations- og pengeinstitutrenter i Danmark og Tyskland – og dels fordi investeringernes renteelasticitet er lav, omend ikke usandsynlig, når der sammenlignes med internationale undersøgelser. Mere bemærkelsesværdigt er det, at investeringsændringerne ledsages af meget beskedne påvirkninger af beskæftigelse og betalingsbalancesaldo; ifølge rapporten forholder det sig endda således, at indenlandsk rentefald selv på langt sigt forværrer den løbende betalingsbalance. Det er indlysende, at en investeringsforøgelse umiddelbart trækker mere import med sig, men det virker usandsynligt, at de produktivitetsforbedringer, man opnår ved at indføre moderne kapital og teknik, ikke skulle kunne sikre en nettoforbedring af betalingsbalancens løbende poster på længere sigt.

Den bekymring, der blev næret i redegørelsens indledende kapitler for de langsigtede konsekvenser af fastholdt høj realrente, forekommer noget uforståelige på baggrund af denne analyse i kap. 6 af sammenhængen mellem rente og kapitaldannelse; her ser vi, at rentefald nærmest er af det onde. Den modeltekniske baggrund for dette resultat ser ud til at være specifikationen af produktionsfunktionen: en billiggørelse af kapitalanvendelse fortrænger arbejdskraft uden at de tilførte, embodied tekniske fremskridt kan øge beskæftigelsen nævneværdigt. De tilløb, der i litteraturen⁸ har været til lige frem at se kapital som en komplementær produktionsfaktor til arbejdskraft, er mildest talt ikke slået igennem her. Hvad virkningen af renteændringer på den offentlige budgetbalance angår, så forekommer den rimelig i lyset af de gjorte forudsætninger – realrenteafgiften spiller en vigtig rolle.

3) Men uanset effekten af renteændringer, hvordan er så muligheden for, at de kan tilvejebringes ad pengepolitisk vej? Formandskabets holdning er – som allerede omtalt – at fastkurssamarbejde og øget kapitalmobilitet stærkt har reduceret vores manøvrer muligheder. Det antages meget rimeligt, at disse tendenser vil være mest udtalte i overskudforløbet, men da både international rente og rentespændet i dette alternativ reduceres stærkt, er behovet for ensidige danske lempelser små.

Det er derfor underskudssituationen, der har påkaldt sig størst interesse. Hvis dansk økonomi skulle glide ind i en udvikling, der ligner dette forløb, vil der uundgåeligt opstå ønsker om at føre en mere ekspansiv pengepolitik, men vil det være muligt?

Formandskabets svar er, at »(d)et forekommer...plausibelt, at den pengepolitiske autonomi...kan være større i det ugunstige forløb end i det gunstige« (s. 172). Interna-

8. Se Malinvaud (1980).

tional lavkonjunktur vil give spændringer i EMS og mellem de toneangivende valutaer, og det vil skabe usikkerhed om kronekursen og dermed give større dansk autonomi. Kan det være rigtigt? Netop fordi underskudsforløbet vil indebære stor ekstern uligevægt, er man tilbage i situationen fra perioden 1976 – 82/83, hvor rentespændet løb grassat. Og det er svært at forestille sig, at ny, alvorlig kursusikkerhed ikke igen ville blive ledsaget af ensrettede, rentehævende devalueringsforventninger. Man ville måske kunne opnå noget større bevægelsesfrihed end i overskudsforløbet, men udgangspunktet kan ikke undgå at blive ringere (jfr. da også, at rapporten selv forudsætter, at rentespændet er større under ugunstige end gunstige omstændigheder).

Resultatet synes at blive, at pengepolitikken kun i meget begrænset omfang vil være i stand til at modificere de realøkonomiske konsekvenser af ugunstige ydre vilkår.

5. Nationalbankens informationspolitik

I kap. 7 omtaler redegørelsen på glimrende vis en række væsentlige forhold i forbindelse med pengepolitikken tilblivelse, herunder Nationalbankens rolle som økonomisk-politisk myndighed med en vis selvstændighed i forhold til folketing og regering. Det understreges, at Nationalbanken – netop i kraft af denne position – har en særlig forpligtelse til at informere offentligheden, herunder også de øvrige økonomisk-politiske beslutningstagere, bl.a. med henblik på at opnå den nødvendige koordination af den økonomiske politik.

Nationalbanken må stå for skud i redegørelsen (ss. 220 – 3), især fordi Formandsskabet har fundet, at (oppositionen i) Folketinget har fået for lidt at vide om baggrunden for og konsekvenserne af vigtige beslutninger – man taler ligefrem om en kløft mellem informationsniveau og -behov. Som det fremgår af redegørelsen, har Nationalbankens direktion taget stærkt afstand herfra og fremfører (ss. XV-XVIII), at man altid har gjort sit bedste for at besvare spørgsmål og for at informere generelt, når det var ønsket. Det er rigtigt. Forfatteren til denne artikel har deltaget i mange møder i Nationalbankens studiekreds og har aldrig haft problemer med at få besvaret spørgsmål ved henvendelse til Bankens medarbejdere. Det er imidlertid et problem, at man i sit udadvendte informationsarbejde har tenderet mod at optræde, som Bank of England's Governor fornyligt medgav⁹, at hans institution havde gjort, nemlig »brief, Delphic and infrequent«.

Man savner især en publikation, der kan give omfattende, systematiske oplysninger om Nationalbankens planer, beslutninger og vurderinger. Man kunne tillige offentliggøre mere akademiske indlæg fra Bankens medarbejdere og evt. fra andre – det ville gavne debatten og øge forståelsen for det grundlag de pengepolitiske beslutninger

9. Bank of England Quarterly Bulletin, September 1985.

træffes på. Det amerikanske Federal Reserve er det store forbillede i denne henseende, men at også centralbanker med færre ressourcer kan opnå noget, er Norges Bank et eksempel på.

Det vil muligvis ikke blive anset for særligt væsentligt, at forskning i dansk penge- og valutapolitik ville blive lettere, hvis Nationalbanken forbedrede sin informationspolitik, men man har lov at antage, at det også ville indebære en effektivisering af pengepolitikken, hvis markedsdeltagerne hurtigere og mere præcist kunne erfare Nationalbankens hensigter.

Det vil muligvis blive argumenteret, at der ikke er nogen reel interesse i offentligheden for en sådan udvikling, og at der må manifesteres nogle konkrete ønsker, før det vil kunne betale sig at skabe bedre information.

Sandsynligvis er det her, at redegørelsen fra Det økonomiske Råds Formandsskab vil vise sig at få langsigtet betydning, nemlig som et meget væsentligt bidrag til højnelse af den hjemlige debat om disse emner. Man kan være uenig i nogle af detaljerne, men det forekommer at være yderst værdifuldt, at redegørelsen – der repræsenterer en stor forskningsindsats – når langt i retning af at forklare de reelle penge- og valutapolitiske muligheder og begrænsinger. At der så undervejs er punkteret nogle myter, der måtte have eksisteret hos flertallet i Folketingets økonomisk-politiske udvalg, er kun en ekstra gevinst.

Litteratur

- Bank of England. 1985 *Quarterly Bulletin*, september, London.
- Danmarks Nationalbank, 1983. *Kvartalsoversigt*, august, København.
- Jespersen, Jesper. 1984. *Statsgældspolitik i de nordiske lande*. Det økonomiske Råds sekretariat, København.
- Malinvaud, Edmond. 1980. *Profitability & Unemployment*, Oxford.
- Rygner, Elsebeth. 1979. Den danske rentestruktur i den forløbne del af 1970'erne. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 1979/1.
- Det økonomiske Råds Formandsskab. 1985. *Dansk pengepolitik under forvandling*. København.

træffes på. Det amerikanske Federal Reserve er det store forbillede i denne henseende, men at også centralbanker med færre ressourcer kan opnå noget, er Norges Bank et eksempel på.

Det vil muligvis ikke blive anset for særligt væsentligt, at forskning i dansk penge- og valutapolitik ville blive lettere, hvis Nationalbanken forbedrede sin informationspolitik, men man har lov at antage, at det også ville indebære en effektivisering af pengepolitikken, hvis markedsdeltagerne hurtigere og mere præcist kunne erfare Nationalbankens hensigter.

Det vil muligvis blive argumenteret, at der ikke er nogen reel interesse i offentligheden for en sådan udvikling, og at der må manifesteres nogle konkrete ønsker, før det vil kunne betale sig at skabe bedre information.

Sandsynligvis er det her, at redegørelsen fra Det økonomiske Råds Formandsskab vil vise sig at få langsigtet betydning, nemlig som et meget væsentligt bidrag til højnelse af den hjemlige debat om disse emner. Man kan være uenig i nogle af detaljerne, men det forekommer at være yderst værdifuldt, at redegørelsen – der repræsenterer en stor forskningsindsats – når langt i retning af at forklare de reelle penge- og valutapolitiske muligheder og begrænsinger. At der så undervejs er punkteret nogle myter, der måtte have eksisteret hos flertallet i Folketingets økonomisk-politiske udvalg, er kun en ekstra gevinst.

Litteratur

- Bank of England. 1985 *Quarterly Bulletin*, september, London.
- Danmarks Nationalbank, 1983. *Kvartalsoversigt*, august, København.
- Jespersen, Jesper. 1984. *Statsgældspolitik i de nordiske lande*. Det økonomiske Råds sekretariat, København.
- Malinvaud, Edmond. 1980. *Profitability & Unemployment*, Oxford.
- Rygner, Elsebeth. 1979. Den danske rentestruktur i den forløbne del af 1970'erne. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 1979/1.
- Det økonomiske Råds Formandsskab. 1985. *Dansk pengepolitik under forvandling*. København.