

# Pengepolitik og dansk økonomi

Claus Vastrup

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

*SUMMARY: This paper discusses in general terms problems bearing on Danish monetary policy. It is argued that credit rationing is an unreliable instrument of monetary policy as shown by the Danish experiences in the 1970s. Using the rate of interest in a market conform setting is considered a more reliable way of conducting monetary policy. The autonomy of Danish monetary policy and specially the role of the expectations of the future exchange rate and the reliability of an exchange rate policy are also discussed. The effect of monetary policy for the internal demand is evaluated. Finally are considered some questions relevant for the choice between the rate of interest and the liquidity as an instrument of monetary policy.*

---

## 1. Indledning

Teoretiske analyser af den økonomiske politik har ændret sig væsentligt i den sidste halve snes år. Det samme gælder udformningen af dansk pengepolitik. Men om begge forhold gælder det også, at mange af de centrale spørgsmål stadig er de samme.

Efter en kort ekskurs til den analytiske baggrund for den økonomiske politik vil jeg derfor vende tilbage til det gamle spørgsmål om kreditrationering eller markedskonform pengepolitik. I tilknytning hertil vil jeg omtale betydningen af brancheglidning og nye instrumenter på de finansielle markeder. Derefter vil jeg behandle spørgsmålet om pengepolitisk selvstændighed i forhold til udlandet og pengepolitikens realøkonomiske virkninger. Til sidst vil jeg fremkomme med nogle overvejelser om den nærmere udformning af pengepolitikken.<sup>1</sup>

## 2. Uligevægt og økonomisk politik

På det analytiske plan er en af de væsentligste årsager til forskellige udsagn om de generelle virkninger af den økonomiske politik, at forskellige teorier anvender forskellige forudsætninger til at forklare, at der eksisterer arbejdsløshed. Det centrale forhold, der definerer skillelinjen mellem monetarister og nyklassikere på den ene side og keynesianere på den anden side, er således i dag som tidligere spørgsmålet, om det økonomiske system og dermed markedsmekanismen overladt til sig selv vil være i stand til at sikre fuld beskæftigelse. De forskellige forudsætninger med tilhørende svar

---

Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 4. december 1986.

1. En del af disse spørgsmål har været berørt i de senere års debat om dansk pengepolitik, senest i en rapport fra Det økonomiske Råds formandskab (1986).

# Pengepolitik og dansk økonomi

Claus Vastrup

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

*SUMMARY: This paper discusses in general terms problems bearing on Danish monetary policy. It is argued that credit rationing is an unreliable instrument of monetary policy as shown by the Danish experiences in the 1970s. Using the rate of interest in a market conform setting is considered a more reliable way of conducting monetary policy. The autonomy of Danish monetary policy and specially the role of the expectations of the future exchange rate and the reliability of an exchange rate policy are also discussed. The effect of monetary policy for the internal demand is evaluated. Finally are considered some questions relevant for the choice between the rate of interest and the liquidity as an instrument of monetary policy.*

---

## 1. Indledning

Teoretiske analyser af den økonomiske politik har ændret sig væsentligt i den sidste halve snes år. Det samme gælder udformningen af dansk pengepolitik. Men om begge forhold gælder det også, at mange af de centrale spørgsmål stadig er de samme.

Efter en kort ekskurs til den analytiske baggrund for den økonomiske politik vil jeg derfor vende tilbage til det gamle spørgsmål om kreditrationering eller markedskonform pengepolitik. I tilknytning hertil vil jeg omtale betydningen af brancheglidning og nye instrumenter på de finansielle markeder. Derefter vil jeg behandle spørgsmålet om pengepolitisk selvstændighed i forhold til udlandet og pengepolitikens realøkonomiske virkninger. Til sidst vil jeg fremkomme med nogle overvejelser om den nærmere udformning af pengepolitikken.<sup>1</sup>

## 2. Uligevægt og økonomisk politik

På det analytiske plan er en af de væsentligste årsager til forskellige udsagn om de generelle virkninger af den økonomiske politik, at forskellige teorier anvender forskellige forudsætninger til at forklare, at der eksisterer arbejdsløshed. Det centrale forhold, der definerer skillelinjen mellem monetarister og nyklassikere på den ene side og keynesianere på den anden side, er således i dag som tidligere spørgsmålet, om det økonomiske system og dermed markedsmekanismen overladt til sig selv vil være i stand til at sikre fuld beskæftigelse. De forskellige forudsætninger med tilhørende svar

---

Foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 4. december 1986.

1. En del af disse spørgsmål har været berørt i de senere års debat om dansk pengepolitik, senest i en rapport fra Det økonomiske Råds formandskab (1986).

på dette spørgsmål er afgørende for teoriernes forskellige udsagn om virkningerne af økonomisk politik.

Analyserne er dog blevet forfinede og forudsætningerne præciserede. På dette punkt er det nyklassikerne, der har stået for den største nydannelse, ved i debatten at indføre hvad der kaldes rationelle og dermed analytisk underbyggede forventninger til erstatning for tidligere tiders opfattelse af forventninger, som exogene eller i hvert fald prædeterminerede og således alene baseret på en ateoretisk fortolkning af historiske forhold. Men det er formentlig keynesianerne, der har nuanceret deres synspunkter mest og samtidig draget de mest værdifulde konklusioner med hensyn til virkningerne af den økonomiske politik. Det er således blevet klarlagt, at det er nødvendigt at skelne mellem flere årsager til arbejdsløshed, hvorfor man på forskellige tidspunkter (eller i forskellige sektorer) ikke bare kan have arbejdsløshed eller fuld beskæftigelse, men også forskellige former for eller årsager til arbejdsløshed. Som følge af de forskellige mekanismer bag ved denne arbejdsløshed vil en bestemt økonomisk politik heller ikke have entydige virkninger, men virkninger der er afhængige af det herskende regime.

Ved tilrettelæggelse af den økonomiske politik er det vigtigt at tage hensyn både til forventningerne og til det herskende regime og derfor til de konkrete vilkår for de forhold, som man ønsker at ændre med sin politik. Det gælder for den økonomiske politik i almindelighed, hvilket er ensbetydende med at vores almindelige økonomiske modeller skal anvendes med forsigtighed. Det gælder også for pengepolitikken, hvilket er ensbetydende med, at simple forskrifter for dennes anvendelse ikke er holdbare.

### **3. Kreditrationering eller markedskonform pengepolitik**

Et af de gamle, men stadig centrale spørgsmål i forbindelse med tilrettelæggelsen af pengepolitikken er spørgsmålet om, kreditrationering er anvendeligt som pengepolitisk instrument. Det forhold, at kreditrationering eksisterer, og under bestemte forudsætninger kan vises at være privatøkonomisk hensigtsmæssigt, (f.eks. Stiglitz og Weiss (1981)), er jo ikke ensbetydende med, at det også er muligt og samfundsøkonomisk hensigtsmæssigt at anvende kreditrationering som instrument for de pengepolitiske myndigheder.

De konjunkturregulerende aspekter ved anvendelsen af kreditrationering som pengepolitisk instrument kan opdeles, således at man først diskuterer, om det er hensigtsmæssigt at regulere de endelige låntagere på denne måde, og dernæst undersøger mulighederne for og virkningerne af at etablere en sådan mængdestyring i et decentralt finansielt system.

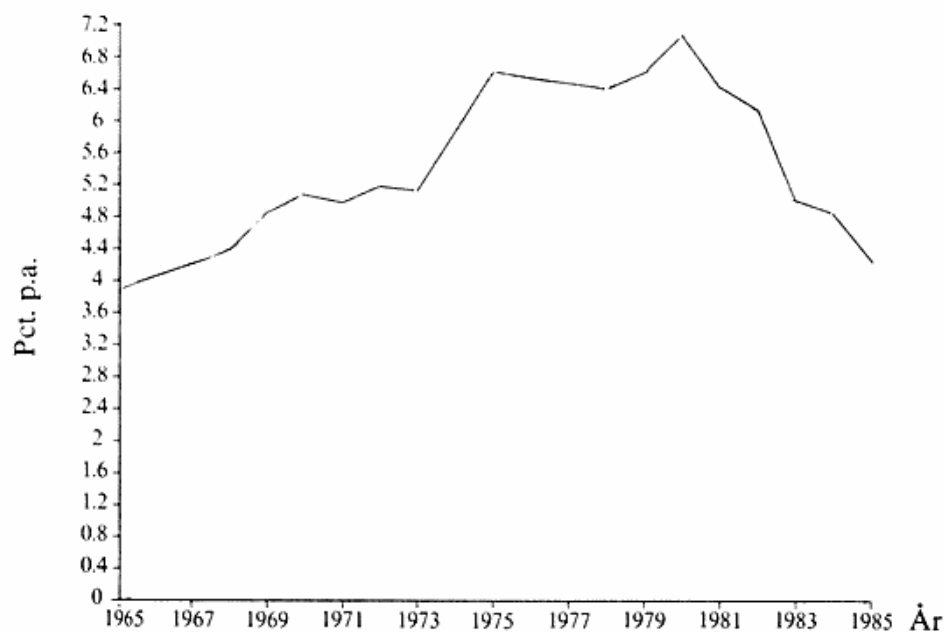
Hvis de pengepolitiske myndigheder ønsker en sikker regulering af de endelige låntageres dispositioner vedrørende realkapital, forbrug eller udenlandske, finansielle mellemværender, er det almindeligvis ikke tilstrækkeligt at regulere en del eller hele

kreditgivning. Det gælder, selv om denne kreditregulering måtte ske med fuld sikkerhed i forhold til de enkelte låntagere, idet låntagerne kan have andre finansieringskilder f.eks. i form af indlån, andre finansielle aktiver eller lånemuligheder. Hvis det er tilfældet, vil de nævnte dispositioner i tilfælde af kreditrationering blive gennemført på grundlag af en sammenligning af deres fordelagtighed med afkastet af de alternative finansieringsmuligheder. Uden en pengepolitisk regulering af dette afkast vil de endelige låntageres adfærd være ureguleret. Det er derfor kun låntagere, der i forvejen er fuldstændig begrænsede med hensyn til alternative finansieringsmuligheder, der med sikkerhed vil kunne reguleres ved hjælp af kreditrationering.

Sikkerheden i anvendelse af kreditrationering som pengepolitisk instrument vil således afhænge af, i hvilken udstrækning privatøkonomisk betinget kreditrationering i forvejen er væsentlig på de finansielle markeder, og dermed af hvilke grupper eller formål man ønsker at regulere på denne måde. Uden genindførelse af bindende restriktioner for udenlandsk låntagning er det vanskeligt at forestille sig, at andre end uformuende husholdninger vil kunne reguleres gennem en pengepolitisk fremkaldt kreditrationering. Samtidig vil det kun være for store dispositioner som f.eks. køb af fast ejendom, at det er muligt at lade en sådan regulering sigte direkte mod låneformålet og ikke mod låntageren. Det er vanskeligt at forestille sig, at en formålsbestemt kreditrationering kan være effektiv til begrænsning af indkøb af daglige fornødenheder.

Som nævnt kræver anvendelse af kreditrationering også, at det er muligt at etablere en sådan rationering og at ændre på rationeringsgraden. I et finansielt system med decentrale, kreditformidlende enheder, der frit kan fastsætte deres udlånsrente, vil en kvantitativ begrænsning af den samlede kreditmængde, som hver enkelt enhed kan formidle, begrænse konkurrencen og derfor medføre en tendens til højere udlånsrente. Det vil nemlig være vanskeligt at forestille sig, at profitsøgende, finansielle institutioner ikke skulle forsøge at omdanne den monopolstilling, som tildelingen af et udlånsloft er udtryk for, til egen fordel og profit. I et decentralt, finansielt system vil den udmålte kreditmængde derfor blive fordelt til de endelige låntagere, efter hvem der er villig til at betale den højeste rente. Som erfaringerne fra 1970'erne også viser, vil et udlånsloft derfor tendere mod, at renten og ikke kreditrationering bliver det afgørende element i låneforholdet mellem de finansielle institutter og deres kunder. De vilkår, som i en sådan situation med begrænset konkurrence er afgørende for den konkrete rentebestemmelse, vil samtidig være vanskelig observerbare og derfor vanskelige at styre for Nationalbanken.

Rentemarginalens afvigelse fra et eller andet af konkurrencen bestemt niveau er formentlig det bedste mål for den merrente, der følger af kreditrationering. Som det ses af hosstående figur, steg rentemarginalen i 1960'erne og 1970'erne. Forklaringen på en del af stigningen skal f.eks. for sparekassernes vedkommende søges i en omlægning af



*Vejet gennemsnit af rentemarginalen i banker og sparekasser. Databrud i 1975, se Det økonomiske Råds formandskab ((1986), p. 78) for en nærmere redegørelse.*

aktiviteten, men en del af stigningen kan også henføres til den form for pengepolitisk regulering, som dengang blev anvendt.

Efter en periode med efterspørgselspres, deponeringsordninger og henstillinger til pengeinstitutterne om at begrænse stigningen i deres udlån, indførte de pengepolitiske myndigheder i 1969/70 grænser for størrelsen af de enkelte pengeinstitutters udlånstilsgn. Da pengeinstitutternes udlån et par år senere igen kom under pres, steg rentemarginalen, hvilket i 1975 førte til et politisk indgreb, som tillige maksimerede rentemarginalen i det enkelte pengeinstitut. Denne kombination af udlånsloft og fastlæggelse af rentemarginalen gjorde det vanskeligt for Nationalbanken at styre rentefastsættelsen i pengeinstitutterne. Derfor begrænsede man i tredje omgang først den gennemsnitlige indlånsrente og dernæst den gennemsnitlige udlånsrente. I forbindelse med konjunkturtilbageslaget i 1980/81 afskaffede man hele dette sæt af restriktioner. Denne deregulering og den hermed forbundne konkurrence har sammen med andre forhold siden reduceret rentemarginalen ganske betydeligt.

Hvis man lægger vægt på en sikker styring ikke alene af den samlede kreditformidling, men især af de endelige låntageres dispositioner, viser de danske erfaringer, at et udlånsloft, som vi har kendt det i 1970'erne, ikke er et hensigtsmæssigt instrument. Det gælder også i forhold til pengeinstitutternes indtjening og effektivitet, idet et sådant udlånsloft vil have en tendens til at blive omdannet til højere rente og bruttoindtjening.

I et decentralt finansielt system vil det mest oplagte indgreb, som kan tænkes at fremkalde kreditrationering over for de endelige låntagere, være en fastlåsning af de maksimale rentesatser for udlån. Virkningerne af sådanne satser vil, hvis de er bindende restriktioner, afhænge af konkurrencesituationen på de berørte markeder.

Hvis der fastlægges et bindende maksimum for udlånsrenten på et marked med fuldkommen konkurrence vil dette begrænse udbuddet af kredit, der derfor nødvendigvis må rationeres. Men samtidig vil kunderne på et marked med fuldkommen konkurrence netop på grund af den gennemsigtighed og de små transaktionsomkostninger, som er en nødvendighed forudsætning for denne markedsform, som regel også have meget nemt ved at finde andre finansieringskanaler og veje rundt om det fastsatte renteloft.

Fuldkommen konkurrence er ikke den eneste konkurrenceform på de finansielle markeder. Eksistensen af finansielle institutioner skyldes i mange tilfælde stordriftsfordele i kreditformidlingen. Sådanne institutioner har derfor en vis monopolstilling i forhold til i hvert fald en del af deres udlånskunder. På et sådant marked med monopolistisk konkurrence vil en maksimalrente, der moderat reducerer den frit fastsatte rente, alene begrænse de finansielle institutioners og dermed f.eks. pengeinstitutternes mulighed for på monopolistisk vis at reducere deres udlån til fordel for en højere rente. Det vil være tilfældet, hvis maksimalrenten er fastsat så højt, at pengeinstitutterne i forhold til den enkelte kunde kan få dækket både det forventede tab, administrationsomkostninger og afkastet ved alternativ anbringelse f.eks. på pengemarkedet eller i obligationer. Hvis maksimalrenten derimod er fastsat lavere end summen af disse omkostninger, vil pengeinstituttet helt ophøre med at låne ud til den pågældende kunde.

Anvendelse af maksimalrentebestemmelser vil derfor medføre, at pengeinstitutterne enten forøger deres udlån eller helt ophører med at udlåne til bestemte kundekategorier. Det indbyrdes forhold mellem den fastsatte maksimalrente, risikopræmie m.v. og afkastet af alternative anbringelser er afgørende for, om en sådan maksimalrente og forsøg på at etablere kreditrationering vil forøge udlånet og derfor virke ekspansivt eller reducere låneudbuddet og derfor fremkalde kreditrationering og virke kontraktivt.

Når man skal vurdere den sikkerhed, hvormed et sådant instrument kan anvendes, er det selvfølgelig væsentligt, om myndighederne har et detaljeret kendskab til de finansielle institutioners vurdering af risikopræmier (og administrationsomkostninger) for forskellige kundekategorier. Da disse præmier både er individuelle samt konjunktur- og dermed tidsafhængige, er det lidet sandsynligt, at en tilstrækkelig detaljeret og sikker viden foreligger om disse forhold. Mulighederne for at de pengepolitiske myndigheder gennem fastsættelse af en maksimalrente kan fremkalde

kreditrationering, der både med hensyn til rationeringsgrad og de berørte kundekategorier netop har det ønskede omfang, er derfor begrænsede og usikre.

Den samlede konklusion på mulighederne for at anvende kreditrationering som pengepolitisk instrument er således, at virkningerne af en faktisk gennemført rationering er usikre, når formålet er at styre de endelige låntageres dispositioner vedrørende reale investeringer, forbrug eller udenlandske, finansielle mellemværender. Dertil kommer, at det i et decentralt system er vanskeligt at etablere og dosere en sådan rationering.

Alternativet til en rationeringsorienteret pengepolitik er en markedskonform pengepolitik, hvor myndighederne inden for grænser bestemt af hensynet til den finansielle sektors stabilitet lader forholdet mellem de finansielle institutioner og deres kunder regulere gennem rentemekanismen. Som det fremgår af erfaringerne siden 1980/81, vil en sådan politik reducere rentemarginalen og forøge effektiviteten i den finansielle sektor.

En markedskonform politik vil samtidig forøge mulighederne for sikkert at styre den private sektors dispositioner. Den største sikkerhed opnår man nemlig, hvis ændringer i vilkårene på de finansielle markeder påvirker de disponerende husholdninger og virksomheder på en måde, som i forhold til vilkårene i udgangssituationen er så ensartede som mulig. Det er nemmest at opnå en sådan ensartethed, hvis vilkårene er givet ikke som følge af kreditrationering, men ved rentesatser der korrigeret for løbetid ændrer sig i samme forhold på alle relevante finansielle markeder.

Hvis det tillige skal gælde, at de omtalte dispositioner ikke skal afhænge af, om den disponerende husholdning eller virksomhed tilfældigvis har lavt forrentede indlån eller skal finansiere med højt forrentede udlån, skal renteforskellene med skyldig hensyn til risiko og løbetid være så små som mulige. Den samfundsmæssige effektivitet bliver nemlig forøget, hvis dispositionerne alene afhænger af projekternes nytte og rentabilitet og så vidt mulig ikke af ejer- og finansieringsforholdene i øvrigt. En sikker og effektiv styring med en markedskonform pengepolitik kræver derfor, at rentemarginalen er så lille som mulig, og i øvrigt at skattesystemet ikke forvrider den private sektors dispositioner.

Hvis disse betingelser er opfyldt i rimelig udstrækning, kan de pengepolitiske myndigheder varetage den samfundsmæssige regulering af det samlede omfang af den private sektors dispositioner ved at hæve og sænke den rentesats, der så er identisk for alle. Heraf følger også, at jo højere rentemarginal, jo dårligere er en markedskonform pengepolitik som styringsinstrument. En sådan politik kræver derfor bl.a., at gebyrfastsættelsen i både betalings- og kreditformidlingen er i overensstemmelse med de relevante omkostninger, således at de finansielle institutioner så vidt mulig ikke får dækket sådanne omkostninger gennem en forhøjet rentemarginal.

Et af problemerne ved valget mellem de to pengepolitiske regimer er de forskellige virkninger, som de har for indkomstfordelingen. Heldige låntagere vil selvfølgelig være indkomstmæssigt bedre stillet i tilfælde af en effektiv kreditrationering end i tilfælde af en markedskonform pengepolitik. Men i et decentralt system vil myndighedernes information om de konkrete fordelingsmæssige konsekvenser være ringe, således at kreditrationering heller ikke er noget sikkert virkende instrument i relation til indkomstfordeling eller konkurrenceevne.

#### **4. Brancheledning og nye finansielle produkter**

En af forudsætningerne for, at en markedskonform pengepolitik giver en effektiv og sikker styring, er som nævnt, at rentemarginalen er så lille som mulig, og at renteændringer hurtigt og på ensartede vis slår igennem på alle de finansielle markeder. Dette hensyn kan det offentlige tilgodese ved at understøtte og udbygge konkurrencen i den finansielle sektor, og således ved f.eks. at påse at de senere års tendenser til brancheglidning og udvikling af nye produkter ikke fører til koncentration, men til mere konkurrence.

Finansiel innovation er ikke et nyt fænomen. Sålænge der har eksisteret arbejdsdeling, produktion og handel, har der også været behov for at udvikle og økonomisere med ressourceanvendelsen i bytteprocesserne. I historisk perspektiv har dette ført os fra anvendelsen af primitive bytemidler over repræsentative penge til elektroniske overførsler mellem konti i inden- og udenlandske pengeinstitutter m.m. En sådan udvikling kan betragtes som et resultat af en fortsat afvejning af fordele og omkostninger ved de forskellige muligheder for at bytte og betale. Resultatet af denne afvejning har vist sig både i form af nye produkter og i form af nye processer, hvor man f.eks. ved anvendelse af EDB ændrer arbejdsgang og bogføring.

Incitamenterne til innovationsprocessen kommer både fra efterspørgsels- og omkostningssiden i den finansielle sektor, men udviklingen må ses i sammenhæng med forhold uden for de finansielle institutioner. Således har f.eks. svingende kurser på fordrings- og valutamarkederne været en af de væsentlige årsager til sådanne nye instrumenter som optioner og futures, der har forøget og rendyrket mulighederne for handel med forskellige risici. På samme måde har høje nominelle rentesatser og dermed inflation ført til større indsats for at begrænse udgifter til kasse- og pengehold og dermed til nye instrumenter til brug for en mere aktiv kassestyring.

Fra en økonomisk synsvinkel kan en sådan udvikling betragtes som en forøgelse af antallet af markeder for især risici og løbetider. I en økonomi med et ufuldstændigt sæt af markeder har en sådan forøgelse nogle klare velfærdsmæssige fordele, men for pengepolitikken er flere markeder ensbetydende med, at det er vanskeligere at påvirke f.eks. rentestrukturen. Men da det er et uafklaret spørgsmål, i hvilket omfang og især for



hvor længe det tidligere har været muligt at påvirke rentestrukturen som et led i en bevidst pengepolitik, er der nok tale om en forholdsvis begrænset virkning.

Da finansielle innovationer er et resultat af privatøkonomisk nytte- og profitmaksimering, vil også offentlige indgreb, der ikke er markedskonforme, og som markedet derfor opfatter som en slags beskatning, medføre forsøg på omgåelse af disse restriktioner. Offentlige indgreb kan derfor også være årsag til finansielle innovationer. Eurodollarmarkedets oprindelse kan således delvis forklares ved restriktioner på de amerikanske bankers mulighed for at betale rente på udenlandske indlån. På samme måde kan en del af de især i udlandet kendte transaktioner uden for pengeinstitutionernes balance forklares ved, at man herved reducerer kravene til disses egenkapital. En sådan udvikling er selvfølgelig foruroligende, idet tilliden især til det internationale banksystem herved kan lide skade.

Fra et snævert pengepolitisk synspunkt er det væsentligste selvfølgelig, at brancheglidning og konkurrence reducerer mulighederne for at anvende kvantitative restriktioner, men også kassebindingskrav med lavt forrentede reserver. Som tidligere nævnt kan man derfor vælge at vende den problemstilling om, og fra det offentliges side benytte branceglidningen, der dog indtil videre herhjemme har været forholdsvis begrænset, til at forøge effektiviteten i og sikkerheden ved anvendelsen af en markedskonform pengepolitik.

##### **5. Pengepolitisk selvstændighed**

Valget mellem en markedskonform eller en rationeringsorienteret pengepolitik er selvsagt interessant og nødvendig at diskutere i relation til almindelige velfærdsmæssige overvejelser om effektivitet, kapitaldannelse samt omfordeling af risiko og forbrug over tiden. Men set fra et konjunkturpolitisk synspunkt har denne diskussion selvfølgelig kun relevans, hvis Danmark har en eller anden grad af selvstændighed ved fastsættelsen af de pengepolitiske instrumenter i forhold til udlandet. En sådan selvstændighed er nødvendig, hvis Danmark forholdsvis uafhængigt af de pengepolitiske forhold i udlandet skal anvende pengepolitikken til at regulere den indenlandske aktivitet og dermed f.eks. også betalingsbalancens løbende poster.

Spørgsmål om pengepolitisk selvstændighed var ikke af større interesse i 1960'erne, hvor den for de fleste praktiske forhold med rette blev antaget for givet. Men i forbindelse med en omlægning af den økonomiske politik i 1968/69, hvor man bl.a. gennem en finanspolitisk stramning ønskede at skabe realøkonomisk mulighed for en forholdsvis omfattende pengepolitisk lempelse, blev Nationalbankens valutareserve i foråret 1969 kraftig reduceret. Årsagerne til dette fald skal foruden i en fejlbedømmelse af konjunktur- og betalingsbalanceudvikling søges i en forholdsvis kraftig stigning i det internationale renteniveau og en vis uro omkring D-marken. Denne valutakrise

var det første varsel i efterkrigstiden om, at den danske handlefrihed på det pengepolitiske område til tider kunne være begrænset af kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet.

Uanset at valutarestriktionerne både er blevet strammet og lempet, har pengepolitikken siden 1969 derfor skiftevis været optaget af hensynet til de private kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet og af hensynet til den indenlandske aktivitet. Dette gælder også efter de betydelige lempelser af valutabestemmelserne i 1983/85, der næsten afskaffede alle restriktioner på kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet. Der er derfor ikke grund til at vente andet, end at Danmark også i den overskuelige fremtid vil have en varierende, men ikke altid uvæsentlig mulighed for selvstændigt at anvende pengepolitikken til en vis regulering af de indenlandske realøkonomiske forhold.

Når en anden opfattelse af de praktiske muligheder har kunnet gøre sig gældende, skyldes det måske de forenkede analyser af pengepolitikens virkninger, som man kender fra modeller om små, åbne økonomier i traditionen fra »the monetary approach to the balance of payments«. I sådanne modeller forudsætter man uden nærmere analyse og uanset det analyserede valutakursregime og de hermed forbundne forventninger som regel på mindre rimelig vis, at der er perfekt substitution mellem fordringer i national og udenlandsk møntenhed (Vastrup (1986)). Hvis ikke der er transaktionsomkostninger eller valutarestriktioner er en sådan forudsætning ensbetydende med perfekt kapitalmobilitet og dermed en arbitrage, som øjeblikkelig udligner forskelle i afkast mellem de nævnte fordringer. I en åben økonomi, der også er lille i forhold til omverdenen, er dette ensbetydende med en exogen bestemmelse af renten, og derfor med at pengepolitikken ikke kan anvendes til stabiliseringspolitiske formål.

Men alle tre forudsætninger er nødvendige for perfekt kapitalmobilitet. Hvis bare en af dem ikke er opfyldt, vil der i hvert fald midlertidig og i en vis udstrækning være mulighed for, at det indenlandske renteniveau kan afvige fra det udenlandske. Derfor vil både valutarestriktioner, transaktionsomkostninger og usikkerhed om den fremtidige valutakurs kunne være årsag til pengepolitisk handlefrihed.

Uden forbindelse med aktuelle forhold vil jeg koncentrere mig om usikkerhed om valutakursen. I denne forbindelse er det naturligt at starte med betydningen af autoritative erklæringer om valutakurspolitikken. Sådanne erklæringer vil selvfølgelig kunne have betydning for forventningerne til valutakursen. Men uanset om det er tilfældet, vil der formentlig altid være usikkerhed om en erklæret fastkurspolitik, hvis den øvrige økonomiske politik ikke sikrer en udvikling på betalingsbalancen og med hensyn til beskæftigelsen, som på troværdig vis kan forventes videreført uden ændringer i valutakursen. Troværdighed skal i denne forbindelse forstås som overensstemmelse mellem den aktuelle valutakurs og den valutakurs, som efter den

private sektors opfattelse af både de økonomiske sammenhænge og den øvrige instrumentanvendelse er nødvendig for at opnå de mål, som den private sektor tror, at de økonomisk-politiske myndigheder ønsker at realisere.

Der er således mange muligheder for manglende troværdighed om en erklæret fastkurspolitik. Det kan for det første være, at der med den rigtige opfattelse af de økonomiske sammenhænge samt forventninger om en stabil valutakurs er en sådan uoverensstemmelse mellem muligheder for eller virkninger af den øvrige instrumentanvendelse og de rigtigt opfattede mål, at disse mål ikke kan realiseres ved en uændret valutakurs. I en sådan situation vil den private sektor formentlig med rette forvente, at den aktuelle valutakurs ikke vil blive fastholdt uændret, hvorfor den er utroværdig. Men det kan også være, at den private sektor har en fejlagtig opfattelse af den sande målsætning for den økonomiske politik eller en fejlagtig opfattelse af de økonomiske sammenhænge, hvilket for begge forholds vedkommende også kan medføre manglende troværdighed.

Vanskelighederne med at afgøre, hvad der er årsag til en konkret mangel på troværdighed, skyldes selvfølgelig, at både forventninger, der er baseret på en rigtig opfattelse af de økonomiske sammenhænge, samt målsætninger eller forventninger, der er baseret på en fejlagtig opfattelse af forhold af betydning for udviklingen, kan påvirke denne udvikling og dermed mulighederne for, at de sande målsætninger kan realiseres ved en uændret valutakurs.

Såkaldt »insider-viden« eller bedre viden om de sande målsætninger og de rigtige økonomiske sammenhænge er derfor ikke tilstrækkelige til at fastslå, om en fastkurspolitik er troværdig. Det er nødvendigt at inddrage de konkrete forventninger, der som nævnt kan være baseret på fejlagtig forudsætninger. Det sidste er selvfølgelig særlig sandsynligt, hvis udviklingen i beskæftigelse eller på betalingsbalancen ændrer sig væsentligt over et kortere tidsrum. Formentlig er det derfor et krav til en troværdig valutakurs, at begge disse målvariable på kort sigt ikke afviger alt for meget fra den udvikling, der i henhold til en langsigtede målsætning er konsistent med en fast valutakurs.

Spørgsmålet om troværdighed giver således mange muligheder for usikkerhed om en erklæret fastkurspolitik og dermed også mange muligheder for pengepolitisk selvstændighed. I sådanne situationer vil risikoaversionen hos fordringsejere medføre, at disse kun køber udenlandske fordringer, hvis forskellen mellem den indenlandske og udenlandske rente er større end eller lig med den forventede valutakursændring plus en risikopræmie. På aggregeret niveau vil denne risikopræmie afhænge af bl.a. forholdet mellem sektorernes, dvs. udlandets og den indenlandske private sektors, beholdninger af fordringer i henholdsvis inden- og udenlandsk mønt.

Som følge af denne afhængighed af fordringsmængden vil Nationalbanken, inden for de grænser som angives af de variationer i risikopræmien, som det til enhver tid er

muligt at opnå som følge af ændringer i fordringsmængden, kunne regulere renteforskellen mellem ind- og udland ved sine markedsoperationer. I nogle situationer vil markedets forventninger til den fremtidige valutakurs selvfølgelig være så sikre, at variationsbredden for risikopræmien er minimal og renteforskellen derfor ikke kan påvirkes. I sådanne situationer vil Danmark ikke have nogen pengepolitisk handlefrihed. Den indenlandske rente vil nemlig være lig med den udenlandske plus/minus den med sikkerhed forventede valutakursændring.

Det afgørende for den pengepolitiske handlefrihed er således ikke den forventede ændring i valutakursen, men den usikkerhed, der er om den fremtidige valutakurs. Dette svarer fuldstændig til den kendte situation fra lærebøgerne om et lukket samfund, hvor det er usikkerheden om den fremtidige rente, som er afgørende for, om man er i en likviditetsfælde uden mulighed for aktiv pengepolitik. Hvis der er fuld sikkerhed om den fremtidige rente og dermed en uendelig stor renteelasticitet i pengeefterspørgselen, kan centralbanken i en sådan situation heller ikke bestemme renten, som nødvendigvis må være lig med den rente, som markedet forventer. Det indses let, at der i et åbent samfund opstår tilsvarende situationer, hvis der er fuld sikkerhed om den fremtidige valutakurs herunder eventuelt også om størrelsen af en ændring i valutakursen.

Hvis Nationalbanken ved markedsoperationer i indenlandske obligationer og penge forsøger at ændre risikopræmien og dermed renteforskellen mellem ind- og udland, vil dette, selv uden at disse kroneobligationer bevæger sig over landegrænsen, være årsag til, at den private sektor i en vis udstrækning vil omveksle indenlandske penge mod udenlandske fordringer for på denne vis delvis at reetablere sin oprindelige pengebeholdning. Derfor vil Nationalbankens forsøg på at reducere den danske rente i forhold til udlandet medføre, at valutabeholdningen vil falde og vice versa. Så længe substitutionen mellem uden- og indenlandske fordringer og penge er mindre end fuldstændig, vil sådanne indgreb have konsekvenser for renten, samtidig med at denne omfordeling og dermed også ændringen i valutastillingen vil være af mindre omfang end den oprindelige markedsoperation. Den numeriske værdi af den såkaldte off-set koefficient, der angiver forholdet mellem den resulterende ændring i valutastillingen og den initierende markedsoperation, vil således være numerisk mindre end een.

Det er selvfølgelig en forudsætning for Nationalbankens anvendelse af en pengepolitisk handlefrihed, at man samtidig er villig til at acceptere sådanne ændringer i valutastillingen eller om nødvendigt i de statslige fordringer på udlandet.

#### **6. Realøkonomiske virkninger af pengepolitikken**

Da det således som regel vil være muligt i større eller mindre omfang at anvende pengepolitik til indenlandske stabiliseringspolitiske formål, er det selvfølgelig afgørende om pengepolitikken har realøkonomiske virkninger.

De generelle aspekter af denne diskussion føres ofte under betegnelsen »penges neutralitet«. Uden at gå nærmere ind på dette spørgsmål skal jeg nøjes med at anføre, at uanset den nærmere tilrettelæggelse er pengepolitik ensbetydende med, at pengepolitiske myndigheder i den private sektor ombytter fordringer med forskellige løbetider eller andre forskelle i karakteristika. Det klassiske eksempel er selvfølgelig markedsoperationer, hvor penge og obligationer handles mod hinanden. Da sådanne indgreb gennemføres i en verden, som er asymmetrisk og i hvert fald på kort sigt også er mindre end perfekt med hensyn til fleksibiliteten af priser, lønninger og forventningerne til disse variable, vil penge og pengepolitik ikke udelukkende have betydning for prisniveauet, men også realøkonomiske virkninger. Pengepolitikken vil derfor på kort sigt kunne ændre realrenten af obligationer, andre fordringer og dermed også af reale aktiver.

Selv om priser og lønninger antages på langt sigt at være fuldt fleksible, vil pengepolitikken også med dette tidsperspektiv kunne have realøkonomiske konsekvenser. Det skyldes, at en langsigtet ligevægt almindeligvis ikke er uafhængig af de kortsigtede virkninger af pengepolitikken. Noget tilsvarende gælder selvfølgelig også andre politikker som f.eks. valutakurs- og indkomspolitikken, der opererer ved at fastholde eller ændre andre nominelle variable.

Blandt de reale variable må pengepolitikken antages at have størst betydning for efterspørgsel, pris og produktion (samt import) af langvarig realkapital. Selv om investeringernes rentefølsomhed almindeligvis må antages at være forholdsvis betydelig, er der også grunde til at antage, at dette ikke altid vil være tilfældet. En simpel og realistisk antagelse om, at realkapitalen er irreversibel, eller at der er en forskel mellem købs- og salgspris for realkapital, er nemlig tilstrækkelig til, at rentefølsomheden i et konjunkturlavpunkt i teorien kan forsvinde og i praksis kan blive stærkt reduceret. I den udstrækning dette er tilfældet, vil betydningen af investorernes forventninger til de fremtidige afsætningsmuligheder blive forøget (Vastrup (1984)).

Pengepolitikken effektivitet til at regulere investeringsaktiviteten er derfor afhængig af konjunktursituationen. Dette samspil mellem konjunktursituation, økonomiens funktionsområde og pengepolitikken effektivitet er et eksempel på den regimeafhængighed, som jeg omtalte indledningsvis.

I den udstrækning privat opsparing er udtryk for en planlagt tidsmæssig omfordeling af det tilsvarende forbrug, vil det private forbrug og den private opsparing selvfølgelig kunne påvirkes gennem pengepolitiske foranstaltninger. Som bekendt vil den samlede virkning på opsparingen af en ændring i renten imidlertid afhænge både af en substitutions- og en formueeffekt. For debitorer medfører dette, at virkningerne på det aktuelle forbrug vil have det modsatte fortegn af renteændringen, mens det for kreditorer er uvist, i hvilken retning det aktuelle forbrug og opsparingen vil blive påvirket. På det aggregerede niveau vil virkningen af en renteændring derfor være

indetermineret, hvorfor det heller ikke kan undre, at man fra udenlandske, empiriske analyser vanskeligt kan slutte andet, end at forbrugsvirkningen af en renteændring i bedste tilfælde er ringe. Derimod har det vist sig, at den i tid forudgående værdi af aktiebeholdninger og overraskelser med hensyn til indkomstudviklingen har en vis forklaringsgrad. Som følge af restriktioner på arbejdsudbuddet og finansieringsmulighederne for en mindre del af husholdningerne vil almindelige indkomstvariationer også være signifikante forklaringsvariable (King (1985)). Udenlandske empiriske analyser forkaster således ikke fuldstændig elementerne fra den ældre keynesianske forbrugs- og opsparingsfunktion, men forøger antallet af forklarende variable og ændrer på vægtfordelingen mellem disse variable, bl.a. således at forventninger samt udvalgte finansielle variable er tildelt større forklaringskraft. Det omtalte forbrug er selvfølgelig excl. køb af varige forbrugsgoder, som mere har karakter af en investering, og som derfor er mere konjunktur- og rentefølsomt.

De variationer i det private forbrug, som vi har set i Danmark i de senere år, skal derfor formentlig ikke i større omfang forklares som et direkte resultat af det betydelige rentefald fra 1982 til 1985, men snarere som et resultat af forventede og måske især ikke-forventede ændringer i indkomst og beskæftigelse samt kursgevinster på aktier, obligationer og ændringer i friværdier i fast ejendom.

Om de realøkonomiske virkninger af pengepolitikken er det alt i alt rimeligt at konkludere, at i en opgangsfase, der samtidig er den længst varende del af en hel konjunkturcyklus, vil pengepolitikken have betydning for især investeringsaktiviteten. I denne fase er det muligt at hæmme, fremme eller udjævne aktiviteten ved hjælp af pengepolitikken, mens det samme ikke er tilfældet i en egentlig nedgangsfase, som vi f.eks. har oplevet i forbindelse med de to olieprisforhøjelser.

### **7. Nærmere om pengepolitikens tilrettelæggelse**

Jeg har allerede nævnt, at den økonomiske politiks virkemåde og effektivitet afhænger af det herskende regime og af forventningerne. Som følge af skiftende regimer udelukker dette, at pengepolitikken styres efter simple regler om en fast udvikling i pengemængde eller rente.

Det er også nævnt, hvorledes konkurrenceprægede markeder med brancheglidning reducerer mulighederne for at anvende kassebindingsregler med deponering i lavt forrentede reserver. Det gælder, uanset om der er tale om en kassebinding bestemt på grundlag af udlån eller indlån, idet sådanne reservekrav i begge tilfælde vil tendere at flytte forretningerne til andre markeder og derfor uden for den kontrol, som må antages at være de pengepolitiske myndigheders formål med at anvende et sådant pengepolitisk instrument. Hvis kassebindingsregler skal anvendes på konkurrenceprægede markeder, kræver det derfor, at de ikke forrentes væsentligt lavere end

pengemarkedsrenten, og således ikke væsentligt ændrer de rentesatser, som pengeinstitutterne ellers havde mulighed for at tilbyde deres kunder.

Konkurrencen på børsen, mellem pengeinstitutterne og på de øvrige finansielle markeder vil selvfølgelig reducere mellemhandleravancer, transaktionsomkostninger m.v. Foruden en større gennemsigtighed og en mere ensartet prisdannelse vil en sådan udvikling også forkorte publikums tidshorizont i overvejelserne om det forventede afkast af deres finansielle investeringer. De finansielle markeder vil med andre ord blive mere spekulative. Det har betydning for, hvorvidt Nationalbanken skal anvende renten eller likviditeten som interventionsinstrument i en i øvrigt markedskonform pengepolitik.

Et af de klassiske, analytiske resultater på dette område er en påvisning af, at valget mellem en ren styring af renten contra pengemængden i en simpel efterspørgselsorienteret model med et politisk ønske om en så sikker styring som mulig af den realøkonomiske aktivitet vil afhænge af, hvor de økonomiske forstyrrelser forventes. I tilfælde af forstyrrelser både i de finansielle og i de reale sammenhænge vil valget af pengepolitisk instrument afhænge såvel af hele økonomiens funktionsmåde som af forstyrrelsernes relative størrelse (Poole (1970)). Denne analyse er senere udvidet med en mere fuldstændig specifikation af den finansielle sektor og med en specifikation af den reale udbudsside, af timelag i adfærd og information og med rationelle forventninger m.v. Et af de mere robuste og intuitivt også plausible resultater er imidlertid som tilforn, at valget mellem en rente- og en likviditetsstyring vil være enkel, hvis forstyrrelserne i de forholdsvis korte intervaller mellem ændringer i instrumentfastsættelsen findes enten i de finansielle eller i de reale sammenhænge. Hvis de fortrinsvis findes i den finansielle sektor, skal Nationalbanken for at stabilisere aktiviteten vælge en rentestyring. Hvis det modsatte er tilfældet, vil en likviditetsstyring være at foretrække, idet en sådan via renteændringer vil tendere at modvirke de oprindelige forstyrrelser i den reale efterspørgsel.

De senere års udvikling i retning af mere spekulative finansielle markeder trækker derfor i retning af rentestyring. Det er som bekendt også, hvad der er sket, idet Nationalbanken med opgivelse af lånerammesystemet i efteråret 1985 gik bort fra likviditetsstyring, hvor man i princippet overlod rentedannelsen på pengemarkedet til markedets spekulative kræfter. I stedet anvender man nu et system med indlånsbeviser, belåning og direkte intervention til en af Nationalbanken daglig fastsat rente. Hvis man ser bort fra nogle tekniske finesser omkring en mindre forskel mellem interventionsrenten, den pålydende rente af samt belåningsrenten for disse indlånsbeviser, er systemet i dag og især i perioder med direkte intervention udtryk for en hensigtsmæssig direkte styring af den korte rente.

Når Nationalbanken således praktiserer en rentestyring i den korte ende af

markedet, kan man spørge, om det ikke også var hensigtsmæssigt med en tilsvarende fastlæggelse af de daglige kurser for lange obligationer. Om dette spørgsmål kan man på den ene side anføre, at de tidligere nævnte argumenter for en rentestyring og mod en likviditetsstyring også gælder i den lange ende af markedet. På den anden side forudsatte disse argumenter, at renteelasticiteten i pengeefterspørgselsfunktionen ikke var uendelig stor, og at der derfor eksisterede en vis usikkerhed om udviklingen i den lange rente. Eller med andre ord, at der er ikke-perfekt substitution mellem og derfor forskel på penge og lange obligationer. En sådan forudsætning kræver for sit vedkommende, at markedet ikke med fuldstændig sikre forventninger spekulerer i Nationalbankens kursfastsættelse. Usikkerhed om Nationalbankens kursfastsættelse kan derfor opfattes som et nødvendigt bidrag til, at den sidstnævnte forudsætning er opfyldt. Selv om det er hensigtsmæssigt, at Nationalbanken deltager i kursfastsættelsen i den lange ende af markedet, skal der derfor alligevel være en vis usikkerhed om dens motiver og nærmere formål, og derfor skal dens intervention tendere at være mere sporadisk end på pengemarkedet.

Heraf følger også, at jeg ikke mener, at tidligere opfordringer til Nationalbanken om at forøge sin informationsvirksomhed på nogen måde skal udvides til andet end i ganske særlige situationer at vedrøre de her nævnte forhold. Hvis jeg må vende tilbage til det tidligere behandlede spørgsmål om troværdighed, så kan man udtrykke det på den måde, at Nationalbankens troværdighed om forhold af betydning for den lange rente ikke skal være alt for stor.

### **Konklusion**

Jeg skal kort opsummere de anførte synspunkter om pengepolitik og dansk økonomi. Jeg har argumenteret for, at en markedskonform pengepolitisk giver den sikreste styring af den private sektors dispositioner. Hvis den øvrige økonomiske politik ikke sikrer en stabil udvikling på betalingsbalancen og med hensyn til beskæftigelsen, må det endvidere antages, at der både er behov og mulighed for en vis pengepolitisk selvstændighed i forhold til udlandet, således at de pengepolitiske myndigheder i en vis udstrækning kan anvende denne selvstændighed til en konjunkturpolitisk regulering af den indenlandske aktivitet.

Dette sker bedst, ved at Nationalbanken regulerer pengeinstitutternes aktivitet gennem en fleksibel regulering af den korte rente på pengemarkedet. Samtidig er der behov for, at Nationalbanken har en vis hånd i hanke – men ikke alt for åbenlyst – med renteutviklingen i den lange ende af markedet. Nationalbanken har dog ikke mulighed for at fastlægge en rente, som er i modstrid med forholdsvis sikre forventninger om udviklingen i denne rente og dermed også i valutakursen.



*Litteratur*

- Formandskab, Det økonomiske Råds. 1986. *Dansk Økonomi, November 1986*. København.
- King, M. 1985. The Economics of Saving: A Survey of Recent Contributions. I K.J. Arrow og S. Honkapohja (red.), *Frontiers of Economics*. Basil Blackwell, Oxford.
- Poole, W. 1970. Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. *Quarterly Journal of Economics*.
- Stiglitz, J. E. and A. Weiss. 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review* 71: 393-410.
- Vastrup, C. 1984. Virksomheders investerings- og beskæftigelsesbeslutninger. I P.J. Pedersen og J. Søndergaard (red.), *Strukturproblemer og Økonomisk Politik*. Aalborg Universitetsforlag.
- Vastrup, C. 1986. Valutakurser og pengepolitisk selvstændighed. I *Økonomi og Landbrug. Festskrift til Holger Gad*. Aarhus Universitetsforlag.