Fra penge til arbejde?

Lars Lund

1. Indledning

Det er hensigten i denne artikel at præsentere en pærevælling af teorihistorie, teori og kommentarer til den aktuelle situation, alt sammen om penge. Det er mit håb, at de forskellige ingredienser doseres så tilpas, at det hele bliver fordøjeligt for almindeligt interesserede og ikke blot for fagøkonomer.

Der er i relation til 1975–76 speciel anledning til at se på, *hvad penge kan betyde for produktion og beskæftigelse*. I 1975 skete der i Danmark en udvidelse af pengemængden, der er markant hurtigere end væksten i produktionens værdi målt i løbende priser. Kaldes realproduktionen for Y og prisniveauet for P, bliver den omtalte værdi lig med produktet PY. Fra 1974 til 1975 har Y først været aftagende og dernæst nærmest stagnerende. Prisniveauet har vist en stadig langsommere stigningstakt. Disse forhold betyder en behersket vækst i PY, fra 1974 til 1975 sandsynligvis på omkring 6 pct. Pengemængden er, som det nærmere skal belyses med tal nedenfor, steget væsentligt hurtigere. Det er derfor nærliggende at spørge om, hvad de mange penge betyder.

Den økonomiske teori siger meget om pengenes betydning. Det er naturligt at diskutere de aktuelle forhold i lyset af og under anvendelse af de forenklinger, som findes i teorien. Fremstillingen kommer på denne måde til at referere til den standende pengeteoretiske diskussion. Det er ikke i sig selv et formål at inddrage læseren heri, men der opnås ved at følge diskussionens hovedlinier en vis alsidig belysning af problemerne.

2. Wicksell

Den berømte svenske økonom Knut Wicksell fremsatte i 1898 en slags pengeteori. I overensstemmelse med traditionen forudsatte han, at almindelige lønmodtagere løbende forbruger, hvad de tjener af indkomst. De giver sig altså ikke af med at spare op eller med at låne penge. Lønmodtagerne får beskæf-

tigelse hos foretagere, der investerer i kapital og produktion. Foretagerne er derfor blandt andet optaget af at beregne, hvilke investeringer, der kan forrente sig, og hvilke der ikke kan. En undersøgelse af forrentning falder i to trin. For det første skal der laves et overslag over, hvilken rente en investering kaster af sig. For det andet skal denne rente sammenlignes med renten på det finansielle marked. Wicksell forenklede problemstillingen ved at lade lånemarkedet være fuldstændigt samlet i en banksektor. Den relevante rente er således bankrenten.

En foretager må antages at kræve mindst bankrenten for at udføre et investeringsprojekt. Normalt vil foretageren kræve en forventet forrentning, der er højere end bankrenten, svarende til at investeringens afkast til en vis grad er usikkert, medens den rente, der ifølge lånekontrakten skal betales til banken, er sikker. Forskellige investeringsprojekter giver udsigt til en forskellig forrentning. Med en given bankrente er der således nogle projekter, som foretagerne vil søge at få realiseret, medens andre vil blive lagt til side, da de skønnes at være for ringe. Renten fungerer således som et sold, der holder de lovende projekter tilbage.

Det må være indlysende, at jo lavere renten er, jo finere er soldet, og jo flere projekter er værd at realisere. Wicksell antog da også, at lavere rente betød, at foretagerne ville låne større beløb. Han diskuterede mest, hvad en renteændring vil betyde, når der er fuld beskæftigelse. Tænker man sig en udgangssituation, hvor lønningerne er i ro, vil en lavere rente betyde, at lønningerne vil blive konkurreret op. Der vil blive startet en inflation. Imidlertid er betydningen af en lavere rente klar nok, også hvis der ikke er fuld beskæftigelse. Her må foretagernes større låntagning betyde, at flere kan komme i arbejde, således at arbejdsløsheden reduceres.

3. Keynes

I 1936 chokerede den engelske økonom John Maynard Keynes om ikke de arbejdsløse så dog nationaløkonomerne ved at sige, at det på et givet tidspunkt udmærket kan være tingenes normale uorden, at der er arbejdsløshed. Umiddelbart skulle man tro, at det var arbejdsløsheden, der chokerede. England præsterede her for 1930'erne et gennemsnit på 16 pct. Økonomerne blev imidlertid bragt mere ud af deres sindsligevægt, fordi Keynes gik ind for, at der med økonomisk politik kunne og burde gøres noget ved arbejdsløsheden.

Keynes diskuterede indgående pengepolitikkens muligheder. På mange måder er der lighedspunkter mellem Keynes opfattelse og den opfattelse, der kan findes hos Wicksell. Således mente Keynes, at renteændringer ville være af stor betydning for investeringsændringer. Han påpegede imidlertid to vanskeligheder, der begge kunne lamme pengepolitikkens effektivitet. Med de herskende institutionelle forhold og de almindelige pengepolitiske midler kan det være

vanskeligt at få renten til at falde tilstrækkeligt meget. Endvidere vil det størst mulige rentefald, der overhovedet kan tænkes, måske være utilstrækkeligt til at bringe investeringerne så højt op, at der opnås fuld beskæftigelse.

Det er i forbindelse med den første vanskelighed, at pengemængden kommer ind i billedet. En forøgelse af pengemængden er nemlig et nærliggende middel til at opnå en rentesænkning. Hvis mange af de forskellige beslutningstagere i den private sektor tror, at et rentefald vil blive midlertidigt, kan de spekulere imod dette. Spekulationen vil give sig udtryk i et stort udbud af obligationer fra de eksisterende beholdninger. Dette udbud vil begynde at komme, når renten begynder at falde. En rente, der opfattes som unormalt lav, modsvares af en kurs, der vurderes som unormalt høj. Ud fra et sådant synspunkt er tidspunktet gunstigt for salg af obligationer. Spekulationen vil mere eller mindre effektivt bremse rentefaldet. Der er nemlig skabt en situation, hvor to modsatrettede kræfter kan tendere imod at ophæve hinanden. Den forøgede pengemængde fører til en større efterspørgsel efter obligationer. Spekulation imod en rentesænkning fører til et forøget udbud af obligationer.

Udtrykt lidt skematiskt diskuterer Wicksell virkningen af alternative renteniveauer, og hertil føjer Keynes en diskussion af mulighederne for at ændre renten og navnlig af vanskelighederne ved at sænke den.

Det er nævnt, at Keynes mente, at selv om renten blev meget lav, ville rentefaldet måske være utilstrækkeligt til at skabe en ønsket stigning i efterspørgslen og dermed i produktionen. Han tænkte på, at en lav rente ikke i sig selv er tilstrækkelig begrundelse for, at en virksomhed skal opretholde eller udvide sit produktionsapparat, eller for, at en husholdning vil binde an med at få bygget et hus. Hvis virksomheden trods lav rente ikke tør regne med, at dens produktion kan sælges til priser, der kan dække omkostningerne, vil den ikke investere. Hvis husholdningen på grund af arbejdsløshedsrisiko er så usikker på sine fremtidige indtægter, så den ikke ved, om den kan klare de løbende omkostninger til renter m.v., vil den ikke lade bygge. Kort sagt kan der være en sådan pessimisme vedrørende de økonomiske fremtidsudsigter, at der uanset rentens højde er mangel på investeringsprojekter.

4. Friedman: Pengemængde og efterspørgsel

Den amerikanske økonom Milton Friedman har i en lang række skriftlige arbejder fra 1956 og senere leveret en slags polemik mod den gængse Keynesinspirerede opfattelse af økonomisk politik. Wicksell og Keynes tillagde renten en hel central betydning, men Friedman har hævdet, at det er vigtigere at sætte selve pengemængden og dennes udvikling i relation til både produktion, Y, og inflation, P.

For at vurdere denne tilsyneladende nye påstand, må der ses på, hvad det er for en slags køb eller udgifter, pengepolitikken virker på. Af forskellige pas-

sager hos Wicksell og Keynes[1]), kan det ses, at disse især tænkte på bygninger og investeringsgoder i forbindelse med transport, kraftværker o.l. Også f.eks. erhvervenes maskininvesteringer kan være afhængige af lånemuligheder og renteforhold, men det er en lille del af samfundets realkapital, der er bundet i sådanne maskiner, og investeringer heri vil tilsvarende veje lidt inden for den samlede efterspørgsel. Friedman og hans meningsfæller udvider imidlertid pengepolitikkens virkefelt til at omfatte husholdningernes investeringer i varige forbrugsgoder. Til illustration kan anføres følgende passage fra Harry G. Johnson i min oversættelse: »For at være specifik, så er der ingen teoretisk grund til at antage, at årsagssammenhængen kun skal gå fra penge over effektiv forrentning af værdipapirer til køb af aktiver, der ifølge almindelig opfattelse og statistisk klassificering benævnes som realinvestering, men ikke fra penge til *alle* aktiver i formuen, både værdipapirer og realaktiver, hvor de sidste omfatter mange ting såsom varige forbrugsgoder, der ikke almindeligvis klassificeres som investering, og hvis ydelser ikke sælges, således at der udregnes en forrentning«[2]). Desværre er Friedman og disciple ofte kolossalt kryptiske, når de skal tale om, hvor og hvordan pengene virker. I det ovenanførte citat står der vel ikke meget andet, end at pengeforholdene betyder noget for købet af varige forbrugsgoder. Bemærkningen om, at en husholdning normalt ikke udregner en forrentning af sin dybfryser, er måske rigtig nok, men det gør ikke beslutningen om at købe dybfrysere mere mystiske i rentemæssig henseende end beslutningen om at bygge et parcelhus. For der er ikke mange familier, der i den forstand, Johnson tænker på, udregner den forrentning, som de har af deres hus.

Lad det være sagt, at det er vigtigt at pege på udgifterne til varige forbrugsgoder. Betegnelsen er her brugt således, at den omfatter f.eks. biler men ikke boliger. Husholdningernes udgifter i Danmark til varige forbrugsgoder oversteg i hvert fald fra begyndelsen af 1970'erne boliginvesteringerne under ét, altså summeret for alle slags bygherrer og for alle typer af beboelseshuse[3]). Når Friedman fremhæver varige forbrugsgoder, skyldes det den almindelige udvikling og ikke nytænkning. For Wicksell var det ikke nærliggende at tænke særlig meget på elektricitetsværker. For Keynes var det med England i tankerne ikke nærliggende at lægge stor vægt på privatbiler. For Friedman er det naturligt at se på de udgiftskategorier, der er væsentlige i dag.

Samtidig med at det påpeges, at der er et bredere virkefelt for pengepolitikken, end nogen måske tror, fremhæves det af Friedman, at pengemængden mere direkte og udover, hvad der måtte ligge i rentevirkninger, har en betydning for efterspørgslen. Dette problem undersøges nærmere i et senere afsnit.

1) Knut Wicksell: *Geldzins und Güterpreise,* Jena 1898, kapitel VII og John Maynard Keynes, *Collected Writings, bd. VI,* London 1971, kapitel 37.
2) Harry G. Johnson: *Inflation and the monetary contraversy.* Amsterdam 1972, side 49–50.
3) Tal herom offentliggøres i bilag af E. Damsgård Hansen til betænkning fra forbrugerkommissionen.

5. *Friedman: Pengemængde og konjunkturpolitik*

Fra sin tro på en nær sammenhæng mellem pengemængde og efterspørgsel drager Friedman konklusioner vedrørende den konjunkturpolitik, der bør føres. Pengemængden skal udvides i en jævn takt, således at den stiger med samme procent år efter år. Sættes denne udvidelsestakt f.eks. til 5 pct., og stiger Y med f.eks. 3 pct. om året, så vil der være plads til en årlig prisstigning på 2 pct. Der kan rejses en lang række kritiske indvendinger mod dette forslag. To skal fremføres her.

Statistik viser, at på langt sigt er der en stærk samvariation mellem pengemængde og produktet PY. Det er for så vidt lige meget, hvilket land der ses på. Det gælder ligeledes, at ses der tilbage på et konjunkturforløb, har der været »for store« udsving vedrørende et eller flere af følgende forhold: Beskæftigelsen, inflationstakten, betalingsbalancen o.s.v. Men der er intet sted, hvor der i en længere periode, f.eks. 10 år, er ført en pengepolitik, som den Friedman anbefaler. Der er altså intet talmateriale, der viser, at Friedmans politik vil føre til de af ham forventede heldige virkninger. Hvis et land gik ind på spøgen, hvor mange år skulle det så uden at opgive håbet vente på, at et resultat, der aldrig er observeret, skulle blive frembragt? Det var den første indvending.

Den næste vedrører den hypotetiske situation, at et forsøg à la Friedman ville falde godt ud i en økonomi, der ikke bliver udsat for forstyrrende påvirkninger. En økonomi som den danske er stærkt afhængig af efterspørgsel fra udlandet. Den bliver altså næsten uundgåeligt forstyrret udefra. Hvis en jævn pengeudvidelse gav en jævn konkjunkturudvikling i et uforstyrret land, vil samme jævne udvikling da også blive opnået i et land, der forstyrres udefra? Hvis Danmark på grund af f.eks. et konjunkturtilbageslag i Vesttyskland fik et brat fald i sit salg til dette marked, ville den jævne pengeudvidelse så alligevel sikre en acceptabelt jævn produktionsudvikling?

6. *Pengemængden*

Der er fremført nogle centrale teoretiske ideer om pengeforholdenes betydning. I dette afsnit vises udviklingen i pengemængden, der er den centrale pengepolitiske variable. Der er forskellige definitioner af pengemængden, men det må være tilstrækkeligt for os at bruge én. Der vælges et bredt pengebegreb, som omfatter sedler, mønt, girotilgodehavender samt indlån på anfordring og opsigelse i banker og sparekasser. Borgernes, d.v.s. husholdningernes og virksomhedernes, beholdninger af disse finansielle aktiver udgør pengemængden. Dennes udvikling siden 1973 belyses i tabel 1.

Tabel 1. Pengemængdens sammensætning og udvikling 1973–75

	Mønt, sedler og postgiro ult. kv.	Indlån i banker og sparekasser ult. kv.	(1) i pct. af (2)	Pengemængden (1) + (2)	Pct.-vis stigning i (4) i forhold til året før
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	mill. kr.		pct.	mill. kr.	pct.
1. kv. 1973	7389	62418	11,8	69807	–
2. kv. 1973	8482	66276	12,8	74758	–
3. kv. 1973	8281	68019	12,2	76300	–
4. kv. 1973	8674	70951	12,2	79625	–
1. kv. 1974	7952	69013	11,5	76965	10,0
2. kv. 1974	8664	71972	12,0	80636	7,6
3. kv. 1974	8467	73039	11,6	81506	6,8
4. kv. 1974	8915	77758	11,5	86673	8,9
1. kv. 1975	8617	77876	11,1	86493	12,4
2. kv. 1975	11170	83819	13,3	94989	18,2
3. kv. 1975	8970	88679	10,1	97649	20,2
4. kv. 1975	10800	97664	9,0	108464	25,5

Kilder: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

Tabellens kolonner (1), (2) og (4) taler for sig selv. Kolonne (3) viser, hvor stor den helt kontante likviditet er i forhold til indlånene i pengeinstitutterne. I 2. kv. 1975, hvor periodens kraftigste likviditetsudvidelse finder sted, vokser denne pct. for første gang over 13. I tidligere år har procenten typisk ligget på knap 13. Men ved udgangen af 1968, hvor likviditeten var rigelig, var den helt oppe på 15,4. Ved udgangen af 3. kv. falder procenten igen. Den bliver endda lavere end på det tilsvarende tidspunkt året før. Ved årets udgang er andelen helt nede på 9 pct. Det må kræve en nærmere undersøgelse at forklare udsvingene i denne pct. Dog er den sidste observation umiddelbart i overensstemmelse med den tanke, at når pengemængden stiger stærkt, må stigningen især vise sig på indlånene.

I indledningen blev det nævnt, at pengemængdeudvidelsen i 1975 har været betydeligt hurtigere end udviklingen i f. eks. bruttonationalproduktet. Alene tallene i tabel 1 peger tydeligt i den retning. De få tal i tabel 2 muliggør en direkte sammenligning.

Det ses, at lønnen både i 1974 og 1975 er steget hurtigere end BNP. Det skyldes først og fremmest den stigende arbejdsløshed.

Tabel 2. Procentvis årlig stigning i løn, BNP og pengemængde for 1974 og 1975

	Løn	BNP	Pengemængde
	stigning i pct.		
1974	20	12	8
1975	16*	9*	19**

* Ifølge skøn i rapporter fra Det økonomiske Råd.

** Beregnet ud fra tabel 1 ved at divedere gennemsnit for de 4 tal for hvert år med hinanden.

Det er således lønomkostningerne for de beskæftigede arbejdere, der er steget hurtigere end BNP. Endvidere kan lønandelen af de samlede indkomster være gået op. Lønstigningen kan identificeres med inflationen. På den ene side sker der fra 1974 til 1975 et fald i inflation og i nationalproduktets stigningstakt. På den anden side sker der ifølge tabel 2 en ændring i pengepolitikken. Pengemængdeudvidelsen overstiger i 1975 inflationen.

7. *Hvor ligger pengene?*

For at tage stilling til pengenes efterspørgselsmæssige betydning må det være rigtigt at overveje, hvor pengene befinder sig. Hermed tænkes der ikke så meget på den samlede pengemængde. Men den tilvækst, der er sket i 1975, må være udtryk for en rigelig likviditet hos nogle. Det er disse »nogle«, der skal søges udpeget.

Den øgede likviditet stammer fra statsfinanserne. Der udbetales penge i arbejdsløshedsunderstøttelse, forskellige former for erhvervsstøtte m.v. Disse øgede udbetalinger er ikke blevet modsvaret af lige så meget øgede indbetalinger af forskellige slags skatter. Den øgede likviditet er således tilført husholdninger og virksomheder, der i deres mellemværende med staten har haft et indbetalingsoverskud. Der er ad den vej umiddelbart sket en forøgelse af pengemængden. Borgerne har imidlertid mulighed for i større eller mindre udstrækning at skaffe sig af med pengene. De kan købe obligationer af bankerne, eller de kan tilbagebetale gæld til bankerne. Totalt set er dette ikke sket i et omfang, der har hindret pengemængden i at vokse, som det er vist ovenfor.

Pengene bliver ikke umiddelbart hos den, de udbetales til. Når en husholdning får arbejdsløshedsunderstøttelse, modtager den indkomst. Den øger ikke sin pengebeholdning af den grund. En del husholdninger har med baggrund i den usikre beskæftigelsessituation øget deres opsparing. Mod en større opsparing trækker også den bedre forrentning, der opnås især på grund af den formindskede inflationstakt. Men øget opsparing betyder heller ikke umiddelbart øget efterspørgsel efter penge. Hvis opsparingen f.eks. placeres i obligationer, øges husholdningens pengebeholdning ikke. Mange husholdninger er imidlertid uvante med større overvejelser vedrørende finansielle placeringer eller mere avancerede alternativer som spekulation i byggegrunde, antikviteter eller andre reale anbringelser. Endvidere ønskes opsparingen sikkert ofte som en reserve, der hurtigt skal kunne anvendes. Med disse forskellige begrundelser har en del af den øgede husholdningsopsparing form af større pengebeholdninger.

Mange virksomheder får i den nuværende svage konjunktursituation forøget deres opsparingsoverskud. Dette overskud er forskellen mellem opsparing og de investeringer, der foretages. Den stagnerende eller faldende produktion betyder, at lagerinvesteringerne reduceres. Endvidere er der i mange virksomheder intet behov for investering i nyt produktionsudstyr i form af bygninger, ma-

skiner, transportmateriel m.v. For uheldige virksomheder er der problemer med blot at overleve, men hos den trods alt store majoritet af virksomheder, der fortsætter, gør de nævnte forhold sig gældende. Ligesom hos husholdningerne placeres en del af de forøgede reserver i penge.

Der er ikke statistisk materiale, der kan vise, hvordan væksten i pengemængden fordeler sig på husholdninger og virksomheder. Jeg vil tro, at pengemængdeforøgelsen i det væsentlige er koncentreret i virksomheder, hvis likviditet i det hele taget er blevet forbedret.

8. Pengenes betydning

Hvad betyder den forøgelse af pengemængden, der sker i 1975–76? Selve størrelsen af denne pengeudvidelse er belyst ovenfor i tabellerne 1 og 2. Ifølge Wicksell og Keynes må der ses på, hvilken renteændring der er opnået. Tabel 3 giver oplysninger om pengemængden og om renten på obligationsmarkedet.

Tabel 3. Penge, rente og priser 1974–75

		Stigning i pengemængden i pct. i forhold til året før	Rente ultimo måneden	Vareprisstigning i pct. fra måned til måned
Januar	1974	11,5	14,2	2,7
Februar	–	11,7	15,3	0
Marts	–	10,0	15,3	1,1
April	–	9,8	16,4	1,6
Maj	–	8,9	17,3	1,0
Juni	–	7,6	17,6	2,1
Juli	–	7,1	17,7	1,5
August	–	6,7	16,7	0,5
September	–	6,8	15,8	1,5
Oktober	–	7,1	15,2	1,5
November	–	9,3	14,3	1,0
December	–	8,9	14,5	1,0
Januar	1975	8,5	13,1	÷0,5
Februar	–	9,7	13,4	0,5
Marts	–	12,4	12,6	0,5
Arpil	–	12,7	13,1	0,5
Maj	–	14,3	13,0	0,9
Juni	–	18,2	12,7	0,5
Juli	–	19,9	12,9	0,9
August	–	19,9	12,5	0
September	–	20,2	12,1	0,9
Oktober	–	25,0	12,4	–

Kilder: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

Som ovenfor er pengemængdestigningen set i forhold til året før. Det ses, at pengemængdestigningen, den monetære expansion, aftog indtil august 1974. Renten steg indtil juli 1974. Derefter ændres billedet. Der er en tiltagende monetær expansion, og samtidig falder renten. Men rentefaldet varer kun indtil februar 1975. Derefter kommer der en usikker udvikling i renten omkring 13

pct. Den benyttede serie fra Danmarks Statistiks konjunkturoversigt går i skrivende stund kun tol og med oktober. Udviklingen i pengemængden er således for perioden som helhed *meget lidt anvendelig* til at forklare renteudviklingen.

Sidste søjle i tabel 3 viser stigningen i varepriserne fra måned til måned. Det ses, at prisstigningstakten frem til oktober 1974 ligger på omkring 1,5 pct. pr. måned. I 1975 svinger takten omkring 0,5 pct. pr. måned. Stigningstakten synes således at være skåret ned til en trediedel. Fra og med oktober forvrides prisbilledet af den midlertidige momsnedsættelse. Derfor er det sidste tal, der vises, fra september. De mange penge kan naturligvis ikke forklare, at priserne stiger mindre, men den mindre prisstigning er derimod utvivlsomt en af årsagerne til den lavere rente. Og der er, selv om den årsagsmæssige sammenhæng ikke skal overdrives i retning af præcision, noget tilforladeligt ved, at både varepristigningen og renten stabiliserer sig i 1975.

Rentefaldet har imidlertid, uanset sin årsag, en efterspørgselsvirkning. For byggeri og megen anden efterspørgsel betyder det noget, at renten i 1975 ligger 4,5 pct.-points lavere end, da den var på toppen i 1974. Rentefaldet har været med til at begrænse faldet i den økonomiske aktivitet. Man kan sige, at der i overensstemmelse med Wicksells og Keynes' ideer er ført en aktivitetsstimulerende rentepolitik i 1975. Men udviklingen viser ligeledes, at det helt i overensstemmelse med Keynes' teori, ikke er så let at sænke renten. Forventninger og spekulation kan udmærket holde renten oppe, selvom der er penge nok[4]). Forventningerne har to hovedårsager. Den ene er den stadig langt fra uvæsentlige inflation. Den anden er Danmarks betalingsbelancesituation, der fortsat er sårbar. Vi kan ikke tillade os en rente, der ikke tilskynder til låntagning i udlandet. Alle ved, at hvis et sådant rentefald ville indtræde, ville der blive skredet pengepolitisk ind.

Ifølge Friedman betyder selve tilstedeværelsen af den store pengemængde, at efterspørgselen øges. Det er før vist, at pengene netop havner hos nogle økonomiske enheder, der af forskellige årsager ønsker at holde flere penge. Dette harmonerer ikke med, at disse beslutningstagere samtidig vil øge deres køb af forskellige slags varer.

9. *Kasseunderskud og formueforøgelse*

De aktuelle danske forhold er kendetegnet ved, at pengeudvidelsen sker med udgangspunkt i kasseunderskud hos staten. Det betyder, at der samtidig med pengeudvidelsen sker en forøgelse af formuerne i den private sektor. Eksempelvis udbetales der 100 kr. i arbejdsløshedsunderstøttelse. Den private sektor bliver ejer af 100 kr., uden at den påtager sig en tilsvarende gæld. En pengeudvidelse behøver ikke at have denne konsekvens. Hvis Nationalbanken køber obli-

4) Det var præcis dette, jeg forudsagde i artiklen: Den mislykkede pengepolitik 1972–74. *Økonomi og Politik* 1975, side 110.

gationer, som det f.eks. skete i stort omfang i 1968–69, er den større pengemængde, der følger heraf, et udtryk for, at den private sektors formue får en anden sammensætning.

Formueforøgelsen, der fremkommer med den nuværende politik, kunne tænkes at have sine egne virkninger ud over, hvad den større pengemængde måtte betyde. Hvis f.eks. en husholdnings formue bliver øget, er det meget tænkeligt, at den vil synes, at der er opstået en uligevægt mellem dens udgifter og dens formue. Dette ræsonnement forudsætter, at husholdningens indkomst i øvrigt er uændret. Men de sociale ydelser, arbejdsløshedsunderstøttelse f.eks. tilfalder netop ikke husholdningerne som formuetilskud, men som erstatning af indkomstbortfald. For husholdningerne er det stadig de disponible indkomster, der bestemmer forbrug og opsparing. Det er ikke formuen, der bestemmer forbrugsudgifternes størrelse. Som nævnt i punkt 7 kan den usikre beskæftigelsessituation i sig selv betyde, at husholdningerne ved en given indkomst vil spare mere op for derved at blive i besiddelse af en øget formue. Men årsagssammenhængen udgår stadig fra beslutninger vedrørende anvendelsen af de disponible indkomster.

Den formueforøgelse, der følger af kasseunderskuddet, må imidlertid i sin helhed havne forskellige steder. En mindre del kan placeres hos husholdningerne, men størstedelen ender hos de overlevende private erhvervsvirksomheder. Disse får deres finansielle nettostilling forbedret. De kan efterspørge flere penge, flere obligationer, eller de kan tilbagebetale gæld til bankerne. Det er derimod ikke sandsynligt, at en bedre finansiel stilling, der skyldes en stagnerende produktion, vil medføre investeringer og dermed efterspørgsel, som renteforholdene i almindelighed ikke tilsiger. De argumenter, der er fremført i punkt 7 for, at flere penge hos virksomhederne ikke omsættes i øgede investeringer, gælder uændret for en forbedret finansiel stilling i det hele taget.

10. Offentlig låntagning og rentestruktur

Kasseunderskud medfører automatisk, at det offentlige optager lån i den private sektor. Tænker man sig indledningsvis, at kasseunderskuddet foreligger i form af sedler hos borgere og banker, så repræsenterer sedlerne et lån, som Nationalbanken har optaget i den private sektor. En anden måde at sige dette på er, at sedlerne er udtryk for privates indskud i Nationalbanken. Sedlerne er anvisninger på disse indskud. Mere realistisk vil husholdninger og virksomheder indskyde deres sedler i bankerne, og bankerne vil indskyde sedlerne i Nationalbanken. Det offentlige lån vil derfor tage form af en nedbringelse af bankernes gæld til Nationalbanken eller af indlån hos denne. Indlånene kan igen fordele sig på anfordringstilgodehavender, folio og indlånsbeviser, der f.eks. kan være tre måneders veksler, der afkaster en vis forrentning til bankerne.

Hvis bankerne får en egentlig overskudslikviditet, kan det ændre rentestruk-

turen, selv om den lange obligationsrente på grund af spekulationen ikke ændrer sig. De kortere rentesatser på indlån og udlån vil afhænge af placeringsmulighederne for overskudslikviditeten. Tilbyder det offentlige kun bankerne en ringe eller eventuelt slet ingen forrentning af sit lån, vil det være nærliggende for pengeinstitutterne at søge på anden måde at få en forrentning. Det alternativ, der byder sig for, er naturligvis en udlånsekspansion til den private sektor. Til de gældende udlånsrenter kan der dog næppe lånes meget mere ud, end der allerede er. Det vil derfor være nærliggende, at bankerne overvejer at forøge deres udlån gennem en sænkning af udlånsrenterne, i første omgang eventuelt kun til visse kunder.

En sådan udvikling vil være farlig for Danmark, da den mest nærliggende anvendelse for erhvervslivet af øget låntagning vil være nedbringelse af gæld til udlandet. Dermed bringes valutabeholdningen i fare.

Et sådant fald i de korte renter eller, anderledes udtrykt, en sådan spredning af rentestrukturen må undgås. Det offentlige må derfor vælge en eller anden tilstrækkelig virkningsfuld kombination af følgende to midler. Det ene er en forrentning af sin gæld. Det andet er en tvungen deponering af en del af likviditeten.

I 1975 har optagelsen af statsobligationslånet ved salg af 3, 4 og 6-årige obligationer været udtryk for, at det offentlige vil forrente sin gæld. Der er nu begyndt et salg af korte veksler, indlånsbeviser, fra Nationalbanken til bankerne, der er udtryk for det samme. Endvidere skal pengeinstitutterne deponere nogle beløb i Nationalbanken, hvorved det andet middel er taget i brug.

Der kan næppe være tvivl om, at regering og Nationalbank vil anvende de forskellige midler i fornødent omfang. Efter min mening er det dog ikke ligegyldigt, hvordan midlerne anvendes, idet en påvirkning af de korte renter kun er et af de mål, der kan stræbes efter. Dette forklares nærmere i det følgende og sidste afsnit.

11. Et forslag til pengepolitik for 1976

Det forudsættes, at valutakursen ikke ændres og, at en målsætning om en behersket omkostningsstigning fastholdes. Det sidste blev udtrykt ved folketingsbeslutning i september 1975. Det skal antages, at denne folketingsbeslutning mere konkret sigter på en lønstigning på 8 pct. om året.

Da der alligevel ikke i den nuværende situation kan opnås yderligere stimulering af aktiviteten med pengepolitiske midler, kan myndighederne lige så godt helt officielt indrette pengepolitikken på at virke stabiliserende for det tilfælde, at økonomien i 1976 skulle bevæge sig hen mod en højere beskæftigelsesgrad. I den situation vil det være en fordel, hvis de forskellige rentesatser stiger. Det vil betyde en vis dæmpning af efterspørgslen på en lang række områder. Specielt bygge- og anlægsprojekter vil blive dyrere.

Der skal gives to begrundelser for det ønskelige i en rentestigning, der gensidigt støtter hinanden. For det første stiger rentabiliteten i langt de fleste virksomheder, når beskæftigelsen øges. Virksomhederne får en bedre udnyttelse af deres realkapital, bestående af bygninger, maskiner m.v. Ved en højere beskæftigelsesgrad skal den rente, der er forenelig med ligevægt derfor nødvendigvis være højere end den rente, der var gældende før. For det andet viser erfaringen, at når efterspørgsel og beskæftigelse øges, så vil den ekspansive proces ofte være selvforstærkende. Hvis der ikke bremses hverken pengepolitisk eller finanspolitisk, vil den fortsætte med uformindsket eller tiltagende styrke, indtil kapacitetsgrænsen for økonomien er nået. På det tidspunkt vil det være for sent at afværge, at inflationstakten øges stærkt. Det vil derfor være en fordel, hvis rentesatserne begynder at stige, inden kapacitetsgrænsen er nået.

Jeg vil gerne gøre opmærksom på nogle forhold, der ikke er impliceret i det netop anførte om rentestigning. Det er ikke sagt, at en rentestigning er det eneste middel, der skal anvendes til at bremse efterspørgsel og inflation. Men en rentestigning vil trække i den rigtige retning. Det er heller ikke sagt, at udgangsniveauet for f.eks. obligationsrenten skal være det niveau, der gælder i dag. Det kan, afhængigt af en lang række forhold, der vil vise sig i den kommende tid, være både lavere og højere.

Der er næppe nogen, der på forhånd kan sige, hvor meget renten skal stige. Det er derfor vigtigt, at myndigheder, politikere og Nationalbank ikke forpligter sig til at forfølge nogle mere konkrete målsætninger vedrørende renteniveauets højde. I stedet vil det være en stor pædagogisk fordel, hvis pengepolitikken præsenteres som mål vedrørende pengemængdens udvikling. I hvert tilfælde den lange obligationsrente kan det så helt blive overladt til markedet at bestemme. Offentligheden kan forstå, at der til en bestemt omsætning eller betalingsmængde kræves en vis pengemængde.

Hvis der derimod fra mange sider udtrykkes ønske om at fastholde et vist renteniveau, er det svært at forstå, at dette så alligevel må ændres, når aktiviteten øges.

Jeg har tidligere foreslået[5]), at en pengemængde på 105 mia. kr. ville være passende ved udgangen af 1975. Denne pengemængde ville være rigelig, og den ville være udtryk for en stram pengepolitik, hvis der havde været fuld beskæftigelse. Da der er formuleret en folketingsmålsætning om en lønstigning på 8 pct. om året, kunne det være nærliggende at sigte mod, at pengemængden i løbet af 1976 steg fra 105 mia. kr. til et 8 pct. højere niveau, d.v.s. til ca. 115 mia. kr.

En offentlig tilkendegivelse af en strategi for pengepolitikken efter disse retningslinier vil øge tiltroen til, at inflationen ikke igen vil komme til at løbe løbsk. Derigennem vil den forbedre beskæftigelsesmulighederne. En sådan strategi kræver naturligvis en taktisk udførelse, der må ske under vurdering af de

5) Baggrund for en stærk lempelse af pengepolitikken, *Sparekassen*, maj 1975.

mange facetter ved den faktiske økonomiske udvikling. Jeg tænker i denne forbindelse navnlig på, at Nationalbanken ved midlertidige ujævnheder i den monetære ekspansion kan forsøge at sparke renten den ene eller den anden vej, alt efter hvad der er behov for. Formålet skal være at forbedre signalgivningen til den private sektor.

I sidste afsnit blev det nævnt, at Nationalbanken for at sikre en tilstrækkelig høj rente (kassekreditrente m.v.) kan sælge obligationer eller binde bankernes likviditet. Disse midler vil samtidigt påvirke pengemængden. Der skulle imidlertid ikke i den aktuelle situation være noget til hinder for, at både målsætningen vedrørende den korte rente og en målsætning som den her skitserede vedrørende pengemængden kan realiseres samtidig.

Tabel 1 viser, at min »plan« er overskredet. Dette er i sig selv af mindre betydning, men mere alvorligt er det, at der ikke er nogen klar tilkendegivelse af, hvilken pengepolitik, der agtes ført. Det ser som så ofte ud til, at meget kortsigtede og irrationelle ønsker vedrørende den lange rente er ved at undergrave troværdigheden af pengepolitikken.

Forslaget om den fremtidige pengepolitik er i harmoni med alle de i de indledende afsnit omtalte økonomers teorier. Da forslaget tager sigte på at stabilisere en situation med fuld beskæftigelse ved hjælp af renteændringer, er det direkte et Wicksell-inspireret forslag. Den praktiske udmøntning i et forslag om en bestemt vækst i pengemængden er udtryk for en tilslutning på det operationelle plan til en politik som den, Friedman er fortaler for. Dette kan måske forekomme paradoksalt på baggrund af de kritiske kommentarer til Friedman ovenfor i punkterne 4 og 5. Årsagen er imidlertid, at jeg ikke mener, at der med pengepolitikken kan gøres stort flere gode gerninger end dem, der følger af en politik à la Friedman. Det vil gælde mange i praksis forekommende konjunktursituationer. Friedman mener tilsyneladende, at der ikke trænges flere gode gerninger. På det punkt er det betydeligt vanskeligere at være enig med ham.