Den mislykkede pengepolitik 1972-74

Lars Lund

1. Indledning.

I denne artikel følges artiklen »Er obligationsmarkedet et jordbærmarked?« fra Økonomi og Politik 1974 nr. 3 op, idet emnekredsen udvides til en mere almindelig diskussion af pengepolitikken i Danmark. Argumentationen i den nævnte artikel var selvsagt tænkt som tilstrækkelig til belysning af udbuds–efterspørgselssammenhængen på obligationsmarkedet. Imidlertid har Hans Bjering i sidste nummer af Økonomi og Politik angrebet min fremstilling. Dette må give anledning til nogle enkelte kommentarer og navnlig til uddybning på områder, hvor sammenhængene synes at være svært tilgængelige.[1])

Min artikel indeholdt implicit en kritik af pengepolitikken for 1972–74. Med udgangspunkt heri diskuteres, hvordan en bedre pengepolitik skulle have været ført, og i forbindelse hermed er det naturligt at omtale de eksperimenter med ændret pengepolitik, der pågår i Danmark.

2. Svar til Bjering.

Hans Bjering refererer rigtigt, at mit hovedpoint er, at udbudet på obligationsmarkedet skaber sin egen efterspørgsel. Det må dog erindres, at denne påstand er specielt knyttet til den form for obligationsudbud ,artiklen omhandler, nemlig obligationer, der fremkommer i forbindelse med afvikling af byggelån, altså en situation, hvor der skiftes fra en form for financiering til en anden. Det er derimod forkert, når Hans Bjering siger, at jeg søger støtte for dette synspunkt i to andre forfatteres skriftlige arbejder. Der kan ikke stemmes om en tankegang. Jeg nævner blot, at andre har fremsat samme synspunkt.

1) Jeg har selv kun en enkelt korrektion til min første artikel. Under omtalen af foråret 1974, op. cit., side 254, nævntes som et udtryk for bankernes stramme likviditet, at deres bruttotilgodehavender i Nationalbanken faldt til 0. Henning Holten har overbevist mig om, at et sådant tal under de da gældende institutionelle forhold ikke kan bruges som et mål for banklikviditeten. Denne afhænger bl. a. også af bankernes lånemuligheder i Nationalbanken. At bankernes likviditet faktisk kunne bedømmes som stram fremgår af Nationalbankens beretning for 1974. Jeg mener derfor stadig, at fremstillingens indhold det pågældende sted fuldt ud er rigtigt.

Hans Bjering mener, at mit hovedpoint skulle medføre, at bankernes obligationsbeholdning går op, når deres byggelånstilgodehavender går ned. Det er forkert. Ud over ændringer i byggelånstilgodehavender er der mange andre forhold, der kan motivere bankerne til at købe eller sælge obligationer.

3. *Uddybning af udbud–efterspørgselssammenhængen.*

Penge har den åbenlyse anvendelse, at de, der køber varer, kan betale med dem. Den, der har penge, er dog ikke på nogen måde tvunget til straks at anvende dem. Med en vis fortrøstning om, at pengene bevarer deres værdi, kan man gemme dem i kortere eller længere tid. Så snart det drejer sig om lidt større beløb, er det dog nærliggende for den, der ejer pengene, at overveje placering i obligationer, pantebreve, direkte udlån til en anden person eller lignende. Motivet hertil er naturligvis et ønske om at opnå en bedre effektiv forrentning, herunder kursgevinster.

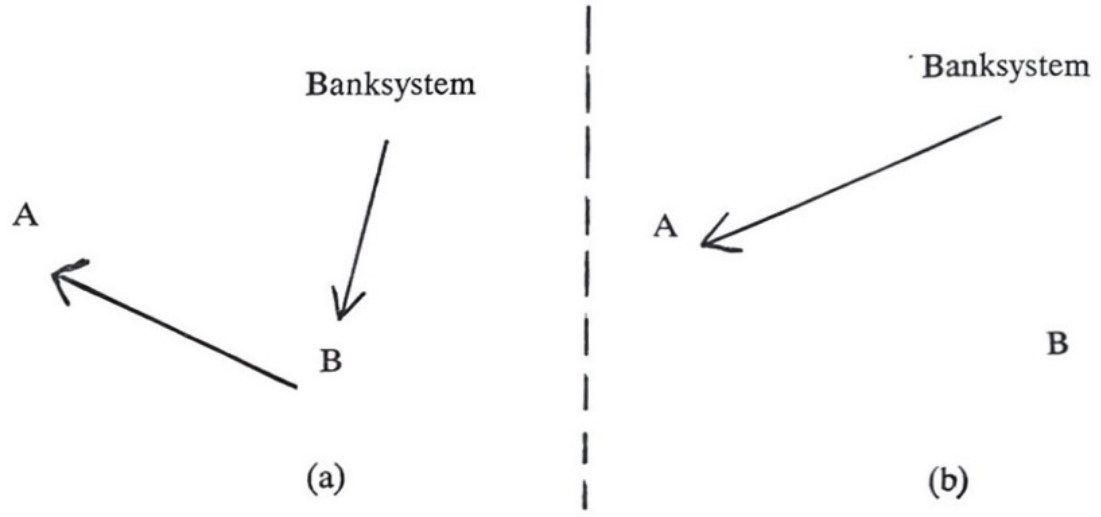
Beslutningstagere træffer bl. a. ud fra sådanne motiver bestemmelse om sammensætningen af deres finansielle aktiver og passiver. I overensstemmelse med disse beslutninger er der på et givent tidspunkt visse mængder af forskellige slags gældsbeviser i økonomien. De repræsenterer en vis gæld og et tilsvarende tilgodehavende. Mit hovedpoint var da, at ved gældsomlægning eller gældsmodregning, hvor udbud af en slags fordringer[1] modsvares af efterspørgsel af en anden slags, vil udbud skabe sin egen efterspørgsel. Endvidere vil sådanne omlægninger, alt andet lige[2], ikke medføre ændringer i renteniveauet. Derimod kan der blive tale om ændringer i rentestrukturen, således at en rentesats går lidt ned og en anden lidt op. Til illustration betragtes først et eksempel, hvor en obligationsgæld ønskes omlagt til en bankgæld.

Antag, at en person, A, der har en obligationsdækket gæld (d.v.s. en prioritetsgæld, der som modstykke har nogle realkreditobligationer), optager et banklån, køber nogle obligationer svarende til hans gæld og indfrier sin prioritetsgæld ved til kreditforeningen at aflevere disse obligatoner. A køber obligationerne af, lad os sige, en anden privatperson, B. Denne sidste sætter pengene ind på sin bankkonto. Banksystemets likviditet er således ikke blevet belastet ved transaktionerne. Imidlertid er bankernes udlån blevet øget, og pengemængden er blevet øget med B's tilgodehavende i sin bank. Nu ligger der ikke i eksemplet nogen begrundelse for, at folk, her symboliseret ved B, skulle ønske at holde flere penge. I konsekvens heraf kan det eksempelvis antages, at B afvikler en gæld til sin bank. Situationerne før og efter transaktionerne er resumerede med fig. 1. Pilene repræsenterer tilgodehavender. I (a) har B en bankgæld. Endvidere besidder B obligationer, og derved har han på en lidt indi-

1) Med fordringer menes penge og forskellige slags værdipapirer (gældsbeviser).
2) »alt andet lige« betyder her groft sagt kun, at der ikke pludselig sker en systematisk hamstring af sedler.

rekte måde et tilgodehavende på A, der har en prioritetsgæld. Endelig kan det siges, at banksystemet via B har et tilgodehavende på A. I (b) er det modregnet, således at banksystemet har et direkte tilgodehavende på A.

Fig. 1.



Med udgangspunkt i eksemplet er der to forhold, der skal trækkes frem:

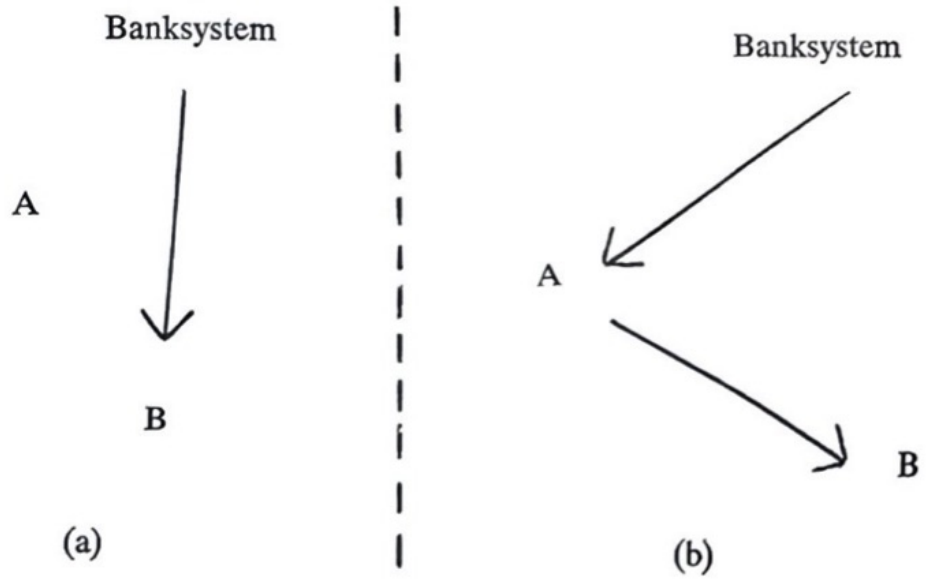
i. Udbuds–efterspørgselssammenhængen er her bl. a. illustreret på følgende måde. A udbyder et gældsbrev til banksystemet, der via B beholder sin likviditet. Derfor efterspørger banksystemet gældsbrevet.[1] Når der laves et eksempel, vil dette synes at indebære en tidsmæssig rækkefølge af transaktionerne. I det betragtede tilfælde er en sådan rækkefølge ikke af betydning. Hver enkelttransaktion repræsenterer en type af transaktioner, hvoraf der hver dag foretages et stort antal. I praksis kan eksemplets transaktioner derfor opfattes som samtidige.

ii. Det er ovenfor nævnt, at rentestrukturen kan ændres. Transaktionerne indebærer imidlertid ombytning mellem gældsposter eller tilgodehavender, som det er nærliggende at erstatte (substituere) med hinanden. A bytter en obligationsdækket gæld med en bankgæld. B bytter en obligationsbeholdning med et banktilgodehavende eller et fald i sin bankgæld. Ifølge almindelig økonomisk teori kan den slags ombytninger foregå i et vist omfang, uden at de enkelte rentesatser behøver at ændre sig. Jo nærmere substitutter, de betragtede poster er, jo mindre skal rentesatserne ændre sig i forhold til hinanden, selv om der sker en noget større ombytning. I det konkrete eksempel er det ikke let at se, hvilke rentestrukturændringstendenser der skulle være udløst.

1) Dette er en omskrivning af det almindeligt kendte princip, at udlån skaber indlån.

Der skal nu ses på et tilfælde, hvor en bankgæld ønskes omlagt til en obligationsdækket gæld. Herved illustreres den centrale problemstilling i min første artikel. Antag at B er bygherre, og at banksystemets udlånsvirksomhed er begrænset af et effektivt udlånsloft. I udgangssituationen har B en gæld på en byggelånskonto. B har endvidere netop modtaget realkreditobligationer. Banksystemet ved nu, at byggelånet bliver indfriet, og det kan derfor give et lån til A, der køber B's obligationer. Fig. 2 viser udgangs- og slutsituationen, henholdsvis (a) og (b). Banksystemets samlede udlån er uændret. Da A på grund af udlånsloftet tidligere var afskåret fra at få banklån, kan der ikke siges noget om, hvorvidt A, før han eller hun opnåede banklånet, var villig til til de gældende rentesatser at foretage de i situation (b) realiserede transaktioner. Eksemplet siger derfor ikke noget om, hvorvidt obligationsrenten skulle ændre sig i den ene eller den anden retning. Det viser derimod, at udbuds–efterspørgselssammenhængen på obligationsmarkedet også gælder i denne lidt komplicerede situation, hvor det ikke er bankerne, der umiddelbart beholder obligationerne.

Fig. 2.



De givne eksempler kan diskuteres. De belyser kun nogle tænkelige typer af omlægninger. De er simplificerede. Imidlertid repræsenterer de en stringens, som må overholdes, hvis virkningen af rent finansielle transaktioner skal drøftes på en meningsfuld måde. Endvidere viser det sidste eksempel endnu engang hulheden i den megen snak om renten og antallet af nyudstedte obligationer hidrørende fra byggeri, der er foregået ét, halvandet og to år tidligere. Der kan spørges, hvorfor der har været så megen uklarhed på dette område, en uklarhed som givetvis i et vist omfang har hindret en fornuftig diskussion af pengepolitikken. Udtrykket nettotilgang af obligationer er tilladeligt, og siger noget om væksten i den cirkulerende obligationsmængde. Associeres der fra

dette udtryk over til udtrykkene udbud eller nettoudbud, har uklarhed sænket sig over tankegangene. Tal for væksten i den cirkulerende obligationsmængde siger intet om, hvorvidt væksten hidrører fra de her omtalte gældsomlægninger eller direkte fra finansierng af vareefterspørgsel. Men netop denne sondring er uomgængelig, hvis det er økonomiske realiteter, der skal diskuteres.

4. Pengepolitikken 1972–74.

I min tidligere artikel skrev jeg, at det var helt tosset, at renten faldt i forbindelse med Danmarks indtræden i EF. Endvidere blev det fremført, at rentestigningen i foråret 1974 måske nok kunne begrundes med den efterhånden ødelæggende løninflation, men at den samtidig måtte beklages, da den placerede absolut set meget store tab hos den begrænsede kreds af personer, der havde bygget tidligere, og som var tvungne til at realisere obligationer.[1])

I nævnte artikel blev der gjort op med den vildledende forklaring, at obligationsrenten i væsentligt omfang påvirkes af nettoobligationstilgangen. Det er derfor muligt nu at gå direkte ind i mere frugtbare overvejelser af de pengepolitiske problemstillinger i 1972–74. Formålet er at se, om en anden pengepolitik kunne have givet en jævnere økonomisk udvikling. Heri ligger ikke, at det kun er pengepolitikken, der kunne have været anderledes. Indkomstpolitikken f. eks. kunne også have været anderledes og bedre. Emneafgrænsningen indebærer imidlertid, at det her kun er pengepolitikken, der drøftes.

Inden der ses på tal for perioden, er der behov for kort at præsentere et fragment af en generel tankegang omkring en pengepolitisk problemstilling. Virksomheder og privatpersoner (husholdninger) bruger penge og er derfor nødt til at have en beholdning af penge. Det er blevet mere og mere almindeligt at se på *den sekundære pengeforsyning i videre forstand* som et mål for denne beholdning. Nationalbanken omtaler slet og ret dennne størrelse som *pengemængden* M_2. I det følgende bruges udtrykket, *pengemængden*. Heri indgår mønter, sedler, postgirotilgodehavender og indskud i banker og sparekasser.

Hvis pengepolitikken er stram, udnyttes pengemængden intensivt. Kunne f. eks. virksomhederne låne flere penge i bankerne, evt. til en lidt lavere rente, må det antages, at de ville udvide deres efterspørgsel. Er der i forvejen fuld beskæftigelse, betyder dette en forøgelse af det inflationære pres. Gives der ikke mulighed for yderligere udlån, sker der en tilsvarende begrænsning af den mulige inflation ved fuld beskæftigelse. Ved bankudlån øges pengemængden. Den, der låner, får rådighed over et til lånet svarende pengebeløb. Det netop sagte om udlånsomfang og inflationspres kan derfor gentages, idet der i stedet for øgede udlån siges øget pengemængde. Forudsat fuld beskæftigelse kan det konkluderes, at der er en vis sammenhæng mellem pengemængde og inflationsmuligheder.

1) op. cit. siderne 255–56.

5. Fjerde kvartal 1972 og første halvår 1973.

I tabel 1. viser den første søjle den relative udvidelse af pengemængden. Den næste søjle viser tilsvarende tal for gennemsnitlig timefortjeneste i industri, håndværk samt bygge- og anlægsvirksomhed. Tabellen viser ikke tal for samlet beskæftigelse. Denne udviklede sig i retning af en stadig stramning af situationen på arbejdsmarkedet til og med 1. kvartal 1974.

Tabel 1. *Forskellige kvartalstal vedrørende 1971–74.*

		Procentvis stigning i pengemængden i forhold til året før	Procentvis lønstigning (se tekst) i forhold til året før	Obligationsrente 1. prioritet 7 pct. ca. 30 år	Boligbyggeri Areal under opførelse	Beskæftigede ved nybyggeri og tilbygning
		Ultimo kv.		Ultimo kv.	Ultimo kv.	Medio kv.
		pct.	pct.	pct. p.a.	mill. m^2	1000 pers.
1971	1. kv.	–	–	11,4	5,9	78,8
–	2. kv.	–	–	11,9	6,2	81,7
–	3. kv.	–	–	11,1	6,6	84,7
–	4. kv.	–	–	11,2	6,5	79,8
1972	1. kv.	11	14	11,1	6,7	72,8
–	2. kv.	9	12	10,9	8,9	79,8
–	3. kv.	8	11	10,7	9,0	81,8
–	4. kv.	15	11	10,9	9,0	84,3
1973	1. kv.	13	11	11,7	9,5	78,3
–	2. kv.	15	13	11,6	9,6	83,1
–	3. kv.	15	16	12,9	9,3	83,8
–	4. kv.	13	18	13,1	8,9	82,2
1974	1. kv.	10	20	14,4	8,3	76,8
–	2. kv.	8	21	16,8	7,6	73,9
–	3. kv.	7	19	15,1	6,7	64,1
–	4. kv.	9	19	15,2	5,6	56,6

Kilder: Danmarks Statistik og Nationalbankens kvartalsoversigt.

I relation til lønudviklingen falder det i øjnene, at pengemængden er steget ret kraftigt i 4. kvartal 1972 og de to første kvartaler i det følgende år. Denne udvikling var næppe heldig. Den 2. oktober 1972 blev det endelig afgjort, at Danmark skulle indtræde i EF. Det var ventet, at dette ville medføre en øget optimisme i erhvervslivet. Der regnedes med en udvidelse af investeringerne bl. a. med henblik på en tilpasning til strukturen inden for det større marked. Endvidere regnedes der med forbedrede konjunkturer på landet og en forøgelse af landbrugets investeringer. Dette kunne bremse eller helt standse tilgang af arbejdskraft fra landet til byerhvervene. De nævnte forhold måtte trække i retning af et øget inflationspres.

Nu er én ting at observere stigningen i pengemængden i de nævnte kvartaler. Noget andet er at sige, om det kan hævdes, at pengepolitikken var lempelig, eller at det ville have været let at undgå stigningen i pengemængden. Således er

det næppe muligt for Nationalbanken at foretage en præcis styring af pengemængden. Nationalbanken kan sælge obligationer og derved inddrage likviditet, og den kan på forskellig måde påvirke bankernes muligheder for at låne ud, men disse midler indebærer langt fra, at Nationalbanken på kroner og ører kan fastlægge pengemængden.[1])

Det er dog muligt kvalitativt at danne sig et indtryk af, om den førte pengepolitik var tilfredsstillende. 3. søjle i tabel 1 viser renteudviklingen for en bestemt type realkreditobligationer. Renten på andre papirer har bevæget sig parallelt, og de anførte tal kan derfor betragtes som repræsentative. Igennem 1972 var renten stabil bortset fra et enkelt dyk i oktober. Til og med 3. kvartal var tendensen nærmest faldende. Ifølge tallene kan denne udvikling ikke tilskrives en lempelse i pengepolitikken. Årsagen var da utvivlsomt også, at markedet registrerede en overvejende forventning om, at befolkningen ville sige ja til EF, og at der var talt meget om en lavere rente inden for EF.

I årets sidste kvartal havde det været rimeligt, at pengepolitikken havde været brugt til at bringe renten op. Formålet hermed skulle have været at dæmpe de forskellige former for aktivitetsudvidelser, der er omtalt ovenfor. Disse aktiviteter er givetvis ikke alle direkte afhængige af finansiering over obligationsmarkedet. Når vilkårene på obligationsmarkedet strammes, vil finansiering på andre måder (bankkredit, pantebrevsmarkedet o.s.v.) også blive dyrere eller vanskeligere at opnå. Den omtalte stramning ville derfor have haft et bredt virkningsområde.

Ligesom for styringen af pengemængden gælder det, at styringen af obligationsrenten ikke er så ligetil en sag. Et muligt middel til påvirkning af obligationsrenten er, at Nationalbanken køber eller sælger obligationer. Hvis Nationalbanken i 4. kvartal havde solgt obligationer med det sigte at begrænse stigningen i pengemængden til omkring 10 pct., eventuelt ud fra en opfattelse af, at en tilsvarende lønstigning var acceptabel, så kan det ikke vides, hvor meget renten var steget. Og hvis Nationalbanken ville have gennemtrumfet en obligationsrente på 12 pct., kan det ikke vides, hvor meget pengemængdestigningen skulle være begrænset. Men hvis myndighederne ønskede, at inflationen skulle holdes nede på det niveau, den var faldet til i løbet af 1972, ville det have været fornuftigt at gøre noget i den nævnte retning, altså i et vist omfang at sælge obligationer. I stedet holdt Nationalbanken i 4. kvartal 1972 sin obligationsbeholdning uændret.

Her i 1975 er det kommet frem, at Nationalbanken ikke finder, at dens realkreditobligationer er de bedste papirer at sælge. Problemet er, at Nationalbanken har købt i åbne lange serier, men at den ønsker at sælge obligationer med kortere restløbetid. I 1972 var situationen, som det vil fremgå senere, når

1) Når der her tales om Nationalbanken, er der ikke taget stilling til den faktiske magtfordeling vedrørende pengepolitikken mellem Nationalbanken, regeringen og folketinget. Denne magtfordeling er iøvrigt totalt underordnet for nærværende fremstilling.

byggeriet omtales, en noget anden. Havde banken alligevel ønsket at sælge kortere papirer, havde det været et godt tidspunkt for banken til at optage et stort obligationslån hos staten. Hvis den formelle transaktion mellem stat og Nationalbank i sig selv havde påvirket forventningerne i retning af et højere renteniveau, havde det ikke haft særlige ulemper.

4. kvartal 1972 er kommenteret udførligt. Dette er rimeligt ud fra den betragtning, at problemet med økonomisk politik næsten altid er at sætte tilstrækkeligt hurtigt ind. I 1972–73 blev der hverken sat ind årle eller silde. Ved udgangen af 2. kvartal 1973 var pengeudvidelsestakten stadig hurtigere end inflationstakten (her forstået som lønstigningen). Hen i 1973, og endnu inden olievanskelighederne meldte sig, var inflationen kommet op på 17 pct. forstået som stigninger i forhold til lønniveauet et år tidligere. Dette var nærmest sket under tilskyndelse fra den førte pengepolitik.

6. Byggeriet 1972–73.

Når en periode er gået, er det ofte lettere at se, hvad det var, der gik galt, end det er at erkende fejlene, medens de begås. Af de ovenfor omtalte forhold var der dog mange, der hurtigt kune observeres, og specielt obligationsrenten kunne selvsagt konstateres fra dag til dag.

Dommen over pengepolitikken bliver imidlertid endnu hårdere, når der ses på udviklingen i byggeriet. Produktionen i denne sektor er statistisk set fyldigt belyst, og myndighederne har hurtig adgang til forskellige indikatorer af udviklingen. Og den faktiske udvikling i 1972–73 forstærkede de allerede omtalte tendenser til øget efterspørgselspres og inflation. Nogle vil nok mene, at som enkeltårsag til efterspørgselspresset var byggeriet så langt den mest tungtvejende.

De to sidste søjler i tabel 1 vedrører byggeriet. Den første viser boligbyggeri under opførelse. Den stærke stigning i 2. kvartal 1972 springer i øjnene. En del af forklaringen herpå er skærpelsen af reglerne om momsrefusion pr. 1. juli. Det kunne derfor være vanskeligt at vide, hvilken sammenhæng, der ville være mellem antallet af støbte fundamenter og den byggeaktivitet, der faktisk ville blive tale om i den følgende tid. På den anden side kunne der vel regnes med, at inden for en overskuelig fremtid, et par år eller mindre, ville byggeri svarende til det store antal påbegyndte m² faktisk gå i gang. Under indtryk af den stramme beskæftigelsessituation må de mange påbegyndelser snarere have taget sig ud som en truende tordensky end som en let sommersky.

Den sidste søjle i tabellen viser beskæftigelsen ved nybyggeri. Disse tal er valgt, fordi det må antages, at stigende nybyggeri bl. a. indebærer, at det bliver vanskeligere at få udført reparationsarbejde. Derfor siger svingningerne i beskæftigelsen ved nybyggeri mere om knapheden på arbejdskraft inden for sektoren end tal for nybyggeri og reparation under et.

I de tre første kvartaler af 1972 ligger beskæftigelsen under niveauet fra 1971. I det allerede omtalte 4. kvartal 1972 skifter situationen. Medio kvartalet ligger beskæftigelsen 6 pct. højere end året før. Derefter fortsætter beskæftigelsen på et højt niveau ind i 1973.

Ved vurdering af beskæftigelsestallene er der to forhold, der må tages i betragtning. For det første kommer den øgede efterspørgsel efter arbejdskraft oveni den almindelige efterspørgselsstigning på andre områder, der tidligere er omtalt. For det andet viser tallene kun den mængde arbejdskraft, der har været anvendt ved byggeri, men ikke det pres i retning af en endnu stærkere stigning i beskæftigelsen, der måtte have været.

I forbindelse med det sidste må det erindres, at netop byggesektoren som hjemmemarkedserhverv og som et overvejende minimallønsområde[1]) anses for et særligt arnested for lønglidning, så snart efterspørgselsforholdene tillader det.

For at undgå gentagelser skal pengepolitikken ikke omtales specielt i relation til byggeriet. Kun obligationsrenten skal nævnes. Denne er af speciel direkte betydning for byggeriet. Jo tidligere obligationsrenten var steget, jo bedre ville det have været. I 4. kvartal 1972 og første halvår 1973 lå påbegyndelserne (ikke vist i tabellen) på et højt niveau også sammenlignet med de store byggeår 1969–71. Det må antages, at en højere rente havde kunnet dæmpe påbegyndelserne og også i et vist omfang aktiviteten inden for det byggeri, der var startet.

De sidste betragtninger leder tanken hen på forhåndsprioritering i realkreditinstitutterne. Skal en bygherre have adgang til gennem forhåndsbelåning at gøre brug af gældende vilkår for den langfristede finansiering, eller skal han tvinges ud i en risiko for forringede langfristede lånevilkår. Dette må ubetinget besvares med et ja til det første og et nej til det sidste. Hvorfor påtvinge bygherrerne en risiko, som er unødvendig? Nogle går herfra det stykke videre og mener, at en forhåndslåneordning ikke alene bør være mulig, men tilmed bør være tvnugen. Begrundelsen herfor er ikke indllysende.

En tvangsordning kan tænkes begrundet med et ønske om at beskytte bygherrerne og med, at den skulle gøre det lettere at føre pengepolitik. Den første begrundelse virker formynderagtig. Den sidste begrundelse er falsk. Det fremgår nemlig af dette og det foregående afsnit, at det absolut havde været muligt at føre en bedre pengepolitik ved at bruge eksisterende pengepolitiske midler. Og den information, der forelå, gav en tilstrækkelig baggrund. Altså er en ny institutionel ordning, der indebærer tvang, ikke nødvendig.

7. *Konklusion vedrørende 1972–74.*

1974 er ikke omtalt i de foregående afsnit. Læseren kan selv i tabel 1 se, hvordan det gik på nogle områder. Vedrørende andre forhold, f. eks. beskæf-

1) På minimallønsområderne er det forudsat, at der *løbende* under lønoverenskomstperioden kan forhandles om lønændringer.

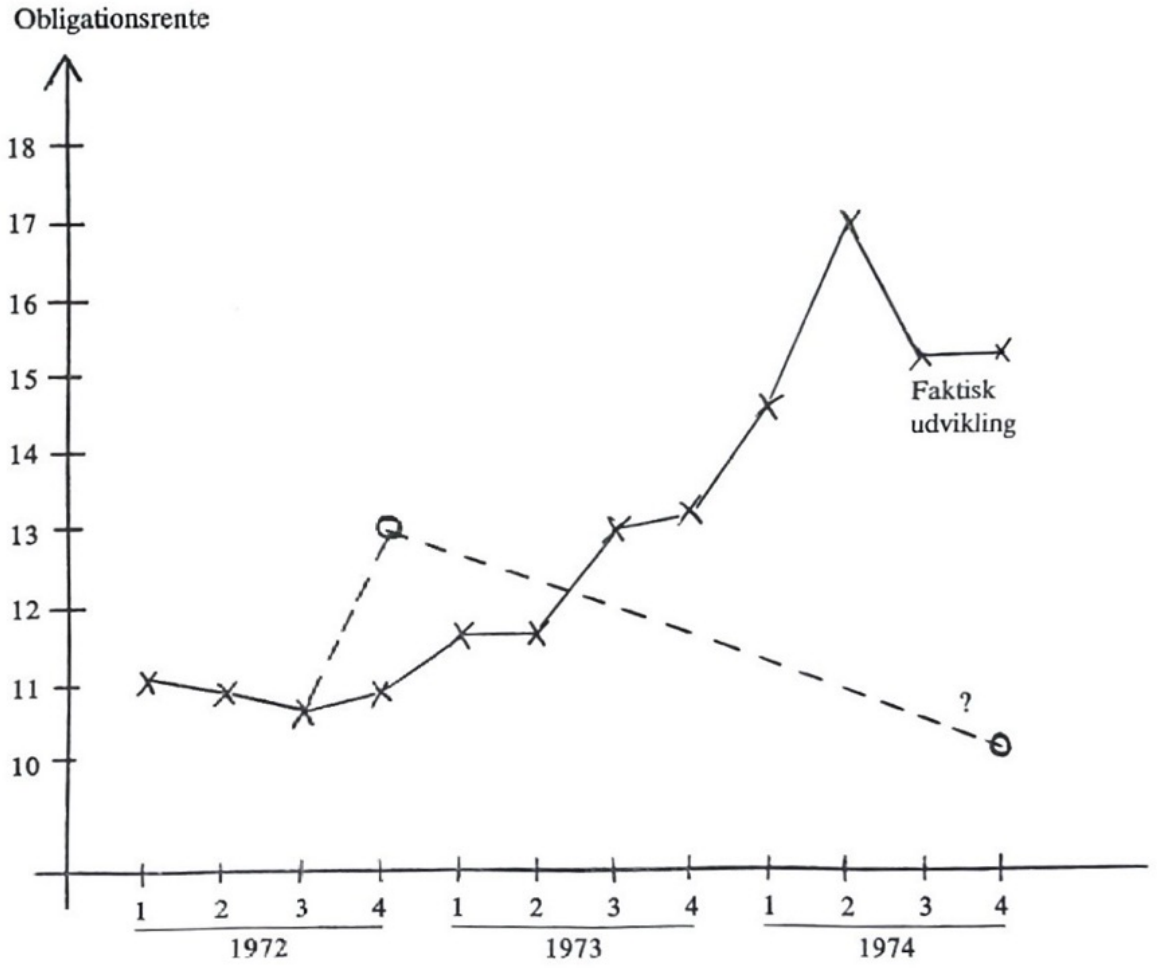
tigelsen, er udviklingen selvsagt sørgeligt velkendt. Det skal blot nævnes, at tabel 1 dokumenterer den stærke pengepolitiske stramning i 1974. Jeg nærer ikke tvivl om, at den stærke rentestigning må ses i denne sammenhæng. I første halvår 1974, hvor der stadig var fuld beskæftigelse, var lønstigningstakten 10–13 procentpoint større end pengeudvidelsestakten. Selve denne forskel mellem tallene er 4 gange så stor som gennemsnittet for de foregående 2 år, selv om der ses bort fra, om det var pengeudvidelsen eller lønstigningen, der var stærkest.

Den afgørende konklusion vedrører imidlertid ikke specielt en beskrivelse af de begrædelige forhold i 1974, men derimod følgende problemstilling. Hvordan ville udvikling i inflation og beskæftigelse have været i hele perioden, hvis der havde været ført en anden pengepolitik? Karakteren af dette hypotetiske spørgsmål er belyst i fig. 3. Den faktiske udvikling er tegnet på baggrund af tallene i tabel 1. Den hypotetiske kurve er, specielt hvad linien fra 4. kvartal 1972 til 4. kvartal 1974 angår, en frihåndstegning. Der kan dog næppe principielt have været noget til hinder for, at renten var steget til f. eks. 13 pct., som figuren viser i 4. kvartal 1972.

I meget brede vendinger kan kritikken af pengepolitikken formuleres på følgende måde. Et stigende efterspørgselspres finansieres nærmest under tilskyndelse fra en lempelig pengepolitik. Derefter bremses der voldsomt op under indtryk af den tiltagende inflation. Derved bringes beskæftigelsen i fare. Dette forløb kan ses i 1968–71. Igennem 1970 blev der efterhånden strammet ret betydeligt, og ledigheden steg, omend moderat, i 1971. Og forløbet kan som sagt ses igen i 1972–74.

Mange vil måske sige, at hele min fremstilling giver et stærkt forvrænget billede af forløbet i den behandlede periode. Ingen kunne nemlig vide, hvor galt det ville gå. En sådan kritik vil jeg tage mig let, hvis den ikke kan sandsynliggøre, at inflation, betalingsbalance og beskæftigelse ville have udviklet sig bedst med den faktisk førte politik, hvis bare der ikke var kommet oliekrise og international lavkonjunktur.

Fig. 3. Renteudvikling 1972–74.



8. Pengepolitisk diskussion i 1975.

I Det økonomiske Råd's seneste rapport[1]) refereres en diskussion i rådet. Ifølge dette gav Nationalbanken udtryk for, at udlånsloftet fortsat skulle bruges som pengepolitisk instrument. Udlånsloftet har været kritiseret, fordi det giver unaturlige finansieringsomveje, idet det kun er visse dele af bankernes og sparekassernes kreditformidling, der reguleres af loftet. Intentionen med udlånsloftet er klart at styre den samlede udlånsekspansion. I det omfang, dette mål nås, vil der samtidig, som forklaret ovenfor, ske en styring af pengemængden.

Det, der savnes, er en strategi, eller en diskussion heraf, for en styring af pengemængden. Det ville næppe være heldigt, hvis det officielt var Nationalbanken, der kom med forslag til en strategi. Men politikere og befolkning burde være stærkt interesserede i, at pengepolitikken i fremtiden anvendes på en mindre diffus måde.

1) **Det økonomiske Råd, Formandskabet:** *Dansk økonomi, maj 1975.*

Nærværende fremstilling anviser en strategi for en periode med et stigende efterspørgselspres. I en sådan situation må pengepolitikken så hurtigt som muligt gennem en fastholdelse af pengemængden (eller stigningen heri) dæmme op for presset. Dette må antages at medføre rentestigninger, og disse er netop de prisstigninger, der er behov for med henblik på en afbalancereret dæmpning af efterspørgslen. Uden at gå i detaljer skal det nævnes, at Nationalbanken kan trække i retning af begge mål, begrænsning af pengemængden og forhøjelse af renten, ved at forhøje sine indlåns- og udlånssatser over for bankerne.

Der kan ud fra denne tankegang godt siges noget om, hvad strategien så burde være nu i 1975 med udsigt til en arbejdsløshedsprocent på op mod 10. Hovedsynspunktet er, at når aktiviteten igen stiger, vil det være en fordel, hvis pengepolitikken gradvis strammer til. Under denne udvikling er det ønskeligt, at renten er stigende. En sådan udvikling på et senere tidspunkt forudsætter, at pengemængden er rigelig nu, hvor aktiviteten er lav. For Danmark kan der være to vanskeligheder ved en sådan politik. For det første må det danske renteniveau, specielt bankernes udlånsrente, ikke blive for lavt, da det stadig må være attraktivt for virksomhederne i et vist omfang at låne i udlandet. For det andet må en stor pengemængde ikke give anledning til øget lønstigning, da landets konkurrenceevne knapt kan bære den lønstigning, der er i forvejen. Den sidste fare er næppe aktuel, og i øvrigt må det anses for helt urimeligt, om pengepolitikken i den nuværende situation skulle være et middel til at bremse nominelle indkomststigninger.

Den første fare er mere nærliggende. Foreløbig har spekulationen imidlertid holdt obligationsrenten oppe. Dette skyldes sikkert, at folk godt ved, at Danmark ikke kan tåle et lavt renteniveau. Når obligationsrenten er holdt oppe, er det ikke vanskeligt at have tilstrækkeligt høje bankrenter til, at underskuddet over for udlandet kan finansieres. Så længe renteudviklingen er acceptabel, er der grund til at tage afslappet på den udvidelse af likviditeten, der foregår over statsfinanserne. Ud fra denne tankegang er det helt uforståeligt, at Nationalbanken ifølge det nævnte referat i Det økonomiske Råds rapport gav udtryk for, at det aktuelle pengepolitiske problem er at imødegå en stærk stigning i pengemængden.

Nærværende fremstilling er udtryk for, at intentionen i udlånsloftet som pengepolitisk middel accepteres, men at der savnes en strategi for midlets anvendelse. Efter min mening er udlånsloftet dog ikke det bedste instrument.[1]) Jeg har andet steds[2]) slået til lyd for, at der i stedet anvendes kassedæknings-regler[3]), da disse skulle dæmpe udsvingene i bankernes udlånsmuligheder. Det

1) Det må understreges, at der hele tiden både eksisterer og anvendes andre pengepolitiske instrumenter, f. eks. køb og salg af obligationer.
2) »Baggrund for en stærk lempelse af pengepolitikken«, *Sparekassen*, maj 1975.
3) Se E. Damsgård Hansen: Om påvirkning af pengeforsyningen, *Økonomi og Politik* 1975, 1.

skulle indebære, at udlånsniveauet og dermed pengemængden kunne styres, uden at denne styring skulle give anledning til udlånsloftets forvridninger. Når der her er anlagt en ret positiv vurdering af udlånsloftet, er det ud fra en erkendelse af, at der i den pengepolitiske debat er et stærkt behov for, at man bevæger sig fra en diskussion af midlerne over til målene, d.v.s. at det, der her er kaldt den pengepolitiske strategi, diskuteres først.

Det økonomiske Råd's formandskab har i den nævnte rapport selv givet bidrag til den pengepolitiske debat. Målsætningen, der vælges, er en mere stabil udvikling i obligationsrenten, i den nuværende situation eventuelt hen imod et lavere niveau. Dermed er der ikke taget nærmere stilling til en strategi vedrørende udviklingen i pengemængden. Ifølge nærværende fremstilling er dette en mangel. Som et middel til at opnå en mere stabil udvikling ønsker Formandskabet, at der oprettes et marked for korte statspapirer. Der tænkes på 3–9 måneders papirer, der sælges under fri kursdannelse både til banker, virksomheder og private. Jeg har forskellige indvendinger, ikke mod papirerne, men til de virkninger, der ifølge Formandskabet kan opnås med disse. For ikke at bringe nye momenter ind i fremstillingen skal kun en enkelt indvending nævnes, nemlig at den del af de omtalte korte papirer, der måtte befinde sig hos virksomheder og husholdninger, bør indregnes i pengemængden. Disse papirer er således irrelevante i relation til en styring af denne. Jeg er helt enig med finansministeriets repræsentant, der, stadig ifølge det før nævnte referat, fremførte, at de »korte papirer for praktiske formål kunne betragtes som identiske med rede penge . . . «.[1])

1) op. cit. side 13.