

Pengepolitik, beskæftigelse og inflation

Der er i de seneste år sket en omfattende nyvurdering af pengepolitikens virkninger blandt såvel teoretisk og empirisk arbejdende økonomer som i de fleste centralbanker. Denne nyvurdering har dels været nødvendiggjort af 1970'ernes hurtigere inflation og højere ledighed, dels blevet inspireret af den ganske dybtgående revision af makroøkonomisk teori, som den såkaldte monetarisme har lagt op till igennem de seneste 10–15 år.

Pengepolitikken i en aktiv stabiliseringspolitik

Det er naturligt at se årene omkring 1970 som en periode, hvor opfattelsen af pengepolitikens effektivitet som led i en kortsigtet stabiliseringspolitik nåede et højdepunkt af optimisme i de fleste industrilande. Under de mange forudgående års kraftige vækst havde pengepolitikken tilsyneladende vist sig velegnet til både at underbygge et usædvanlig langvarigt opsving og til at rette op på mere kortsigtede uligevægtstendenser med efterspørgselspres. Eksempler på det sidste kunne således findes i USA's to korte perioder med stram pengepolitik i 1966 og 1969, i det tyske stabiliseringsprogram i 1966–67 og i Italiens hurtige opretning af sin betalingsbalancekrise i 1963–64. Også i Japan var pengepolitiske stramninger ved tre lejligheder i 1960'erne blevet fulgt af opretning af betalingsbalanceuligevægt og afsvækkelse af inflationstakt. Under en række vidt forskellige institutionelle forhold syntes pengepolitiske instrumenter at være blevet et vigtigt element i det stabiliseringspolitiske arsenal.

Dette hovedindtryk fra den pengepolitiske praksis blev i en række lande kraftigt underbygget af nye økonomiske forskningsresultater. Anden halvdel af 1960'erne var år, hvor formuleringen og anvendelsen af store økonomiske modeller for alvor tog fart. De relativt simple modeller, som tidligere var opstillet, kunne i bedste fald give et overblik over udviklingstendenserne fra år til år, men kun yderst sjældent besvare spørgsmål, som de finans- eller pengepolitiske beslutningstagere fandt relevante. De detaljerede strukturmodeller, som blev udviklet fra midten af 1960'erne – i lande som USA, Kanada, Italien og Japan med yderst aktiv deltagelse fra de respektive centralbanker – syntes derimod at give oplysninger af mere umiddelbar relevans. De søgte typisk med udgangspunkt i ændringer i de vigtigste pengepolitiske instrumenter – diskonto, pengemarkedsrente, reservekrav, markedsoperationer mm – at følge virkningerne gennem finansielle markeder til hovedkomponenterne i den samlede efterspørgsel: privat forbrug (oftest opdelt som minimum på varige goder og andre), private faste erhvervsinvesteringer, boligbyggeri, lagerinvesteringer og i visse tilfælde endog eksport og lokale myndigheders udgifter. Det kneb oftest noget mere at få belyst sammenhængene til udbudssiden og via en produktionsfunktion til efterspørgslen efter arbejdskraft og beskæftigelsen; eller at illustrere effekten på løn- og prisbevægelser af de pengepolitiske indgreb. Men også på disse områder, hvor modellerne var svagest funderet, syntes det dog muligt at anslå størrelse-

sordenen af de sandsynlige effekter af pengepolitiske indgreb.

Stort set var de empiriske resultater egnede til at øge selvtilliden hos dem, der ville tillægge pengepolitikken en fremtrædende stabilliserende rolle. Virkningerne på den reale efterspørgsel af overkommelige ændringer i de till rådhed stående instrumenter var ganske betydelige over den tidshorizont på et års tid, som typisk vil være af interesse ved stabiliseringspolitiske beslutninger; virkningerne på inflationstakten syntes derimod beskedne.

En OECD-rapport [1975], hvori de seks største industrilandes erfaringer med pengepolitik i tidsrummet 1960–72 resumeres, bla med udgangspunkt i simulationsresultater med økonometriske modeller udviklet i samarbejde med centralbankerne, nævner således bla, at de samlede reale udgifter i USA omkring 1969 ville blive reduceret med omkring 0,5 procent i løbet af et år gennem en forhøjelse af de korte rentesatser – repræsenteret ved 3 måneders Treasury Bill renten – på 0,5 procentpoint. Efter som den observerede rentestigning i 1969 var omkring fire gange så stor som i regneeksemplet, synes myndighedernes villighed til at acceptere en så kraftig stramning at have reduceret USA's nationalprodukt omkring midten af 1970 med et par procent. Sammenholdt med en normal årlig vækst i 1960'erne på 4–5 pct giver en sådan effekt klart udtryk for en meget betydelig effekt af de pengepolitiske indgreb. Virkningen på inflations-takten syntes derimod at være så beskedne inden for det første årstid som højst 0,1 procentpoint.

Også for Japan og Tyskland kunne der i begyndelsen af 1970'erne med en vis tillid rapporteres om betydelige resultater. I Japan syntes ændringer i stigningstempoet for bankernes udlån at være et overordentligt effektivt middel til påvirkning af den samlede reale efter-

spørgsel, importen og produktionen – om noget endnu kraftigere end i USA for "normale" variationer i det centrale pengepolitiske instrument i de to lande. Også i Tyskland syntes rentefølsomheden i vigtige dele af den private reale efterspørgsel at være udtalt.

Alt i alt førte disse resultater til betydelige forventninger til stabiliseringspolitikens effektivitet. Pengepolitikken havde tilsyneladende ikke blot det fortrin at være lettere at håndtere end finanspolitikken, hvor beslutningerne normalt er mere tidkrævende og derfor ofte har en tendens til at komme for sent; den syntes også at have relativt kraftige korttidsvirkninger. Der var et ganske godt intellektuelt grundlag i de fleste større industrilande for en diskretionær pengepolitik – for "policy activism" eller "fine tuning" for at anvende de i USA almindeligt anvendte betegnelser.

Pengepolitikens formulering

Hertil kom, at de mere forskningsprægede undersøgelser af sammenhængene inden for den finansielle sektor også syntes at have nået et sådant udviklingstrin, at de gav et forbedret grundlag for selv den mere operationelle tilrettelæggelse af pengepolitikken inden for kortere perioder. Det var navnlig Federal Reserve systemets økonomer, som udviklede metoder til korttidsjustering af pengepolitiske instrumenter med henblik på at holde diverse mellem mål ("intermediate targets") eller indikatorer for pengepolitikken – diverse definitioner af pengeforsyningen eller grupper af bankernes aktiver og strategiske lange rentesatser – på ret kurs¹. I en situation, hvor de finansielle sammenhænge er velkendte og stabile, kan flere forskellige styringsmekanismer fungere nogenlunde lige

¹ Se Federal Reserve Bank of New York [1974] och Federal Reserve System, Board of Governors [1971].

godt; men når visse sammenhænge synes at være klart mere ustabile end andre, vil resultaterne af alternative pengepolitiske styringsmekanismer til opnåelse af samme effekt på den samlede reale efterspørgsel kunne afvige ganske stærkt indbyrdes.

Klart blev denne problemstilling formuleret i en artikel af Poole [1970]. Hvis den dominerende målsætning for den førte pengepolitik er at bidrage til at stabilisere indkomstudviklingen, bør de pengepolitiske myndigheder anvende de mellemål eller indikatorer, som har de mest stabile relationer til den endelige målvariabel, indkomsten. Mere konkret: selv om det erkendes, at pengepolitikken – i det omfang dens virkninger er kortlagte – har sin væsentligste effekt gennem ændringer i rentesatserne på de vigtigste finansielle markeder, kan det være hensigtsmæssigt at anvende en definition af pengeforsyningen som mellemål, såfremt efterspørgslen efter penge i denne definition er mere stabil end de investerings- og forbrugsrelationer, hvor udvalgte rentesatser forekommer.

Det er naturligt at fremhæve denne diskussion om pengepolitiske mellemål af to grunde. For det første fordi den udgør det analytiske grundlag også for flere europæiske landes tilrettelæggelse af pengepolitikken i dag og derved spiller en vis praktisk rolle. For det andet fordi formulering af pengepolitiske mellemål i form af målsætninger for vækstraten i én eller flere definitioner af pengemængden i begyndelsen ofte blev fejlfortolket som accept fra den pågældende centralbanks side af en opfattelse af den pengepolitiske transmissionsmekanisme, der lagde særlig vægt på pengemængden og af monetaristernes syn på behovet for stabilisering.

Den monetaristiske udfordring

Den monetaristiske kritik af 1960'ernes og tidligere perioders pengepolitik inde-

holder en række elementer, hvoraf flere i dag er blevet alment accepteret blandt økonomer og, måske i endnu højere grad, implicit af de ansvarlige for den økonomiske politik. Det gælder således tendenserne for (1) pengepolitikens virkninger til at kumulere op over længere perioder og (2) blive mere rent begrænsede til prisniveauet over sådanne længere tidsrum samt (3) ustabiliteten selv på kortare sigt i en simpel relation mellem stigningstakten i priser og lønninger og ledigheden. Det gælder derimod ikke i samme grad monetaristernes mest vidtgående kritikpunkter: (4) det manglende behov for en aktiv stabiliseringspolitik som følge af den underliggende stabilitet i den private sektor af et større land med markedsøkonomi og (5) umuligheden af at føre en konsekvent stabiliseringspolitik som følge af forventningsdannelsen.

Ad (1). De fleste store makroøkonomiske modeller giver indikationer af pengepolitikens virkninger efter det første års relativt "tilfredsstillende" forløb omtalt ovenfor. I dynamiske simulationer, hvor man søger at illustrere f.eks. virkningen på den samlede udgiftsstrøm af at fastholde strategiske rentesatser på et udviklingsforløb lavere (højere) end det faktisk observerede gennem et længere tidsrum, vil man typisk finde, at de beregnede virkninger på udgifterne efter det første år er tiltagende. En kraftig langtidseffekt stiller de pengepolitiske myndigheder over for et dilemma. Hvis indgrebet oprindeligt er tilrettelagt for at opnå en tilsigtet effekt inden for det første år, er det lidet sandsynligt, at de kraftige virkninger derefter vil passe godt ind i konjunktursituationen i det andet og tredje år. Hvis disse virkninger skal neutraliseres, kræver det et ganske voldsomt modsatrettet indgreb ved slutningen af det første år. Konsekvensen af det langstrakte tidsmønster i virkningerne af pengepolitikken bliver derfor fluktua-

tioner i anvendelsen af de vigtigste instrumenter, som kan virke stærkt generende på de finansielle markeder.

Ad (2). Anlægger man en endnu længere synsvinkel, kan de fleste amerikanske makroøkonomiske modeller tages till indtægt for det neoklassiske synspunkt, at en monetær ekspansion efter et kortere åremål næsten alene vil have virkning på prisniveauet, mens effekten på den samlede efterspørgsel, produktion og beskæftigelse fortoner sig. Lignende konklusioner er i øvrigt nået i forsøgene på at kortlægge virkningerne af en devaluering i mellemstore eller mindre åbne økonomier i de senere år, jfr bla Ball, Burns och Laury [1977] og Cotula og Maserà [1977]. Også økonomer, hvis Keynesianske udgangspunkt ikke har kunnet drages i tvivl, er nået frem til denne neo-klassiske konklusion, jfr bla Modigliani [1977].

Ad (3). Relationen mellem stigningstakten i timefortjenesten og ledighedsprocenten (eller et mere raffineret udtryk for presset på arbejdsmarkedet) – den såkaldte Phillips-kurve – var allerede blevet påvist at være ustabil i sin simple form, inden Friedman [1968] og Phelps [1967] i 1967–68 leverede en dybtgående kritik af problemformuleringen. De hævdede, at hele diskussionen var blevet afsporet af en sammenblanding af forventede og uventede prisbevægelser. På arbejdsmarkedet er både udbud og efterspørgsel især bestemt af den forventede realløn: det er ikke i 1960'erne og 1970'erne realistisk at regne med, at arbejdsudbuddet bestemmes af nominallønnen som antaget i Keynesmodellen. Men de enkelte arbejdsgivere vurderer real-lønsudsigterne ved at deflatere med de forventede priser på deres respektive output, er arbejdstagernes forventninger baseret på de forventede forbrugerpriser. Med denne manglende kongruens og forventningselement i det hele taget er der skabt mulighed for at fortolke afvi-

gelser fra en "naturlig" ledighed som frivillige udsving på arbejdsmarkedets udbudsside, affødt af misinformation. At forsøge en finstyring af beskæftigelsen gennem stabiliseringspolitikken – herunder dennes mest smidige del, pengepolitikken – ville efter denne opfattelse bygge på en misforståelse af arbejdsmarkedets funktionsmåde og typisk føre til større udsving i beskæftigelsesgrad og navnlig i inflationstakt end en stabil og lav vækst i pengeforsyningen.

Meget kort udtrykt kan man med Modigliani sige, at denne analyse stiller Phillips-kurven på hovedet. Der er stadig en sammenhæng på kortere sigt mellem inflationstakt, beskæftigelse og fortidig inflation, når denne sidste opfattes som nært sammenhængende med inflationsforventningerne. Phillips fortolkede sin kurve derhen, at overbeskæftigelse presede inflationstakten i vejret, mens den nyere analyse ville sige, at det er det uforudsete element i inflationen, der skaber overnormal beskæftigelse.

Friedman–Phelps modellen fandt i begyndelsen af 1970'erne et ganske solidt empirisk fundament, efterhånden som erfaringerne fra den tiltagende inflation i slutningen af 1960'erne blev gennemanalyseret, jfr eksempelvis gennemgangen af de empiriske undersøgelser i Calmfors og Lundberg [1974] og Gordon [1976 og 1977]. Den langsigtede Phillips-kurve var tilsyneladende så stejl, at mulighederne for at fastholde de beskæftigelsesmæssige virkninger af en ekspansiv pengepolitik gennem accept af en lidt hurtigere inflationstakt fortonede sig. Samtidig syntes også trade-off mellem ændringer i ledighedsprocent og i inflationstakt klart forværret på kortere sigt: måske endda til at blive positivt korrelerede, jfr Friedman [1977].

Så langt er der næppe større uenighed blandt monetarister og andre om konklusionerne. Forskelle i økonomisk-politiske anbefalinger er dog fortsat præget

af markante forskelle som følge af forskelle i prioriteringen af de to hovedmål: at øge beskæftigelsen og reducere inflationstakten.

Den monetaristiske inflationsteori med forestillingen om en "naturlig" ledighed, bestemt av de institutionelle forhold på arbejdsmarkedet, har efterladt noget af et vakuum omkring de stabiliseringspolitiske beslutninger. Hvis man ikke, som nogle af de mere radikale monetarister, er villig til at fraskrive efterspørgselsudviklingen ansvaret for den helt overvejende del af de seneste års stigning i ledigheden, står man tilbage med problemet om, hvilken beskæftigelsesmæssig målsætning man realistisk kan knytte bla de pengepolitiske mellemål til. Og naturligvis med problemet om hvorledes man kan modificere de institutionelle forhold på arbejdsmarkedet, således at ledigheden bliver mindre uacceptabel, uden at inflationen tager mærkbart til.

Ad (4). Det var måske forståeligt, at man i slutningen af den lange vækstperiode op til 1972/73 kunne hævde, at den private sektor i de fleste markedsøkonomier var så stabil og robust, at den ikke havde behov for at blive stabiliseret gennem diskretionære finans- og pengepolitiske indgreb. Diverse simulationer med store modeller af USA's økonomi, jfr bla Eckstein [1973], tyder på, at langt den væsentligste årsag til ustabilitet i det iagttagne konjunkturforløb i de sidste 10-15 år, inden olieprisforhøjelserne og recessionen slog igennem i 1974, måtte tilskrives den offentlige sektor. Perioder med for stærk akkomodering af ekspansionen, herunder underfinansiering af Vietnamkrigen, afbrud af korte stramningsperioder gav alt i alt noget hurtigere inflation og mere ujævn udvikling i samlet efterspørgsel og beskæftigelse, end hvis penge- og finanspolitikken havde fulgt langsigtede, stabile retningslinier. Lignende resultater foreligger i mere løs

form fra flere andre industrilande.

Men fra at anerkende en underliggende stabil tendens i denne ekstraordinært gunstige periode i den private sektors ekspansion til at påstå, at der heller ikke i 1970'erne principielt er behov for en mere aktiv stabiliseringspolitik, er der et langt spring. Dette gælder så meget mere når det betænkes, at de vestlige industrilande i 1973-74 gennem olieprisforhøjelserne blev udsat for et chok, som ikke blot var usædvanlig kraftigt i fredstid, men også af en ny type med direkte virkninger på udbudssiden og omkostningsstrukturen i industrilandene. I denne situation måtte der, i første omgang i de enkelte lande hver for sig, tages stilling til, om en stabil politik - på det pengepolitiske område eksempelvis i form af fastholdelse af nogenlunde uændret stigningstakt i pengeforsyningen - var hensigtsmæssig. Der var ingen mulighed, som der principielt er ved forskydninger i efterspørgslen feks i form af midlertidigt bortfald af dele af eksporten, for blot at kompensere ændringen i indkomststrømmene gennem en modsættret ændring i de offentlige udgifter eller indtægter. Et udbuds- og omkostningschok rejser nødvendigvis tilpasningsproblemer mht både inflationstakt og beskæftigelse; begge må nødvendigvis i en kortere eller længere periode afvige fra det ønskelige. Det er i alt fald ikke a priori klart, at fastholdelse af en stabil pengepolitik vil give et optimalt forløb, selv når det er sandsynliggjort, at en sådan stabil politik i en historisk periode ville have virket hensigtsmæssigt.

Det kræver derfor en ny konkret stillingtagen at vurdere hvilket bidrag omrentlig fastholdelse af en pengepolisk norm kan yde til fjernelsen også af de inflationære tendenser, som 1970'ernes omkostningsstigninger og bytteforholdsforringelser har igangsat.

Ad (5). Den tanke, at en konsekvent stabiliseringspolitik skulle være blevet

ineffektiv, fordi agenterne på arbejdsmarkedet og de finansielle markeder allerede har forudset de pengepolitiske myndigheders reaktionsmønster, er det sidste led i den monetaristiske argumentation. Hvis agenterne danner deres forventninger "rationelt", dvs med anvendelse af tidligere erfaringer mht økonomiens struktur og de typiske pengepolitiske reaktioner, bliver det umuligt at føre en aktiv kortsigtet stabiliseringspolitik, selv i betydningen af søgen efter den bedst mulige korttidskombination af inflationstakt og ledighed, jfr Barro og Fischer [1976].

På baggrund af de yderst restriktive forudsætninger, hvorunder disse resultater er udledt, er der imidlertid ikke grund til at tage dette sidste led i den monetaristiske kritik af stabiliseringspolitikken særlig alvorligt. Argumentationen bortser således fra trægheder, navnlig på arbejdsmarkedet, hvor ingåelse af længerevarende overenskomster bremser parternes muligheder for at udnytte den indsigt de eventuelt måtte have i de makroøkonomiske sammenhænge. I det hele taget forekommer indførelsen af rationelle forventninger ikke ganske overbevisende på makroplan, både fordi den information, der står til rådighed for myndighederne, må antages at være noget fyldigere end den, der er tilgængelig for agenterne på arbejdsmarkedet og de finansielle markeder, og fordi beslutningstagernes kreds og præferencerne inden for denne ikke forbliver uændret over tiden. De senere års mange eksperimenter og kursændringer i økonomisk politik frembygger mange eksempler på indgreb, evt mangel på sådanne, som ikke har ladet sig forudse på basis af hidtidige erfaringer.

Hertil kommer, at opfattelsen hos agenterne på arbejdsmarkedet og på de finansielle markeder af økonomiens struktur ændrer sig over tiden. Det er her navnlig en realitet, at mange finansielle

institutioner og kommentatorer i de senere år har revideret deres opfattelse af sammenhænge i monetaristisk retning, forstået som gradvis stigende tilslutning til tesaerne (1)-(5); denne revision har formentlig været mere radikal end blandt de økonomisk-politiske beslutningstagere og deres rådgivere, jfr bla den britiske diskussion herom. Under alle omstændigheder er en nærmere forståelse af de økonomiske sammenhænge en stadig læreproces, hvor ændringer i den økonomiske politiks tilrettelæggelse stadigt modificerer agenternes reaktioner. Det er ikke klart, hvad man i en sådan situation kan lægge i begrebet rationel forventningsdannelse.

Man bør således ikke lade sig overbevise af den rene monetaristiske argumentation for, at en systematisk anvendelse af monetære indgreb som led i stabiliseringspolitikken bliver helt undermineret af agenternes evne til at forudse indgrebene, hvorved der intet bliver tilbage af den eneste effektive del af pengepolitikken de uforudsete indgreb. "Only surprises matter", fremhæver Friedman [1977]; men der er stadig muligheder for at skabe overraskelser. Alligevel er tilliden til at man overhovedet kan foretage pålidelige analyser af de pengepolitiske indgrebs virkninger blevet alvorligt røkket gennem monetaristernes understregning af forventningsdannelsens centrale rolle. Vurdering af alternative indgreb ved hjælp af økonometriske modeller under tilrettelæggelsen af den økonomiske politik bliver upålidelig, uanset hvor godt de pågældende modeller "forklarer" den hidtidige udvikling, jfr især Lucas [1976].

Pengepolitiske mellemål: et kompromis?

Hvad bliver nu tilbage af muligheden for gennem pengepolitikken at påvirke inflationstakt og beskæftigelse efter denne

monetaristiske udfordring? Selv om man ikke accepterer de to sidste punkter, som kunne sammenfattes derhen, at en aktiv stabiliseringspolitik er både overflødig – fordi den private sektor stort set er stabil, når dens egne tilpasningsmekanismer tillades at fungere – og umulig – fordi den resterende instabilitet er irreparabel – maner de øvrige kritikpunkter til en noget større ydmyghed i anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter end optimismen, der syntes retfærdiggjort af analysen af 1960'ernes erfaringer med en aktivistisk pengepolitik.

Denne holdningsændring er da også slået igennem i praktisk politik i de senere år, måske i endnu højere grad end en omhyggelig analyse retfærdiggør. Mange centralbanker – i Kanada, Frankrig, Schweiz, Tyskland, UK og USA for at nævne de væsentligste eksempler – er gået over til at formulere pengepolitik på en måde, der begrænser deres stabiliseringspolitiske handlemfrihed, i alt fald på kortere sigt. I de nævnte lande har man i de senere år fastsat mål for væksten i én eller flere definitioner af pengemængden. Udformningen af disse monetære normer og den teknik, der anvendes for at sikre deres overholdelse, varierer og er genstand for intensiv debat nationalt og internationalt.² I det bredere perspektiv, som temaet for nærværende indlæg kræver, er lighedspunkterne dog væsentligere end forskellene. Fællesnævneren for forsøgene er, at normerne tilsigter at skabe en stabilere langsigtet ramme om pengepolitikken end i begyndelsen af 1970'erne, hvor det nu almindeligt anerkendes, at der i mange lande blev ført en gennemgående for ekspansiv politik præget af høje og fluktuerende vækstrater for pengeforsyningen. Gennem en nogenlunde konstant, evt langsomt aftagede vækstrate i den (eller de) udvalgte monetære totalstørrelse(r) tilsigter man først og fremmest at overbevise offentligheden om, at

der vil blive ført en ikke-inflationær politik.

I lys af de ovenfor anførte kommentarer er et naturligt kriterium for udvælgelsen af et sådant monetært mellemål, stabiliteten i relationen mellem den udvalgte monetære totalstørrelse og de endelige målvariable, inflationstakt og beskæftigelse. I mangel af et mere komplet overblik over transmissionsmekanismen anvendes i praksis stabiliteten i efterspørgslen efter penge – altså relationen til de samlede pengeindkomster – som stedfortræder for relationen til de endelige mål. Selv i denne primitive forstand er det imidlertid langt fra oplagt, at en stabil monetær norm giver større sikkerhed for en stabil indkomstudvikling; dertil er de årlige udsving i omløbshastigheden for kraftige. Det er kun i USA – og måske i Tyskland i de seneste år – at de årlige udsving i omløbshastigheden har bevæget sig inden for et snævert interval på et par procent. I nogle lande, navnlig UK, synes ustabiliteten i omløbshastigheden at være vokset i løbet af 1970'erne. De monetære normer har fået deres gennembrud på et tidspunkt, hvor ustabiliteten i pengeefterspørgslen synes at være blevet mere udtalt end i det foregående tiår, og hvor man efter det af Poole foreslåede kriterium snarere skulle stille sig mere skeptisk over for de monetære totalstørrelser som mellemål.

Det er imidlertid klart, at beslutningen om at overgå til og fastholde normtal i de fleste lande har haft andre hovedbegrundelser end henvisninger til pengeefterspørgselsfunktionens empiriske egen-

² Forskellene vedrører især, om normerne fastsættes (1) årligt eller evt tillige for kortere perioder, (2) som et interval (UK, USA) eller et enkelt tal (Schweiz, Tyskland), (3) under hensyntagen til afvigelser fra normerne i foregående perioder, og (4) for bredere eller snævrere definitioner af pengemængden, evt for flere definitioner samtidig som i USA.

skaber. Formålet har især været – i lys af indvendingerne mod en aktivistisk stabiliseringspolitik – at overbevise offentligheden om myndighedernes besluttsomhed med fremover at føre en pengepolitik, der lægger hovedvægten på de langsigtede virkninger på inflationstakten og umuliggør en acceleration i pengeforsyningen af den type, man så i 1970–72, jfr betegnelsen "target-constrained monetary policy". Herved er man i overensstemmelse med den monetaristiske opfattelse af forventningernes centrale rolle for virkningen af pengepolitiske indgreb, jfr nedenfor.

Pengepolitikens virkninger: en genvej via påvirkning af forventningerne?

Man kan tænke sig to mekanismer gennem hvilke en sådan politik påvirker inflationstakt og beskæftigelse. Den første, som især er blevet fremhævet i Tyskland, er gennem en direkte påvirkning af prisforventninger og dermed handlemåde hos parterne på arbejdsmarkedet og hos de virksomheder, der har et spillerum for omkostningsbestemt prisfastsættelse. Hvis parterne på arbejdsmarkedet erkender, at væksten i den samlede nominelle efterspørgsel begrænses af den pengepolitiske norm, således at aftaler om en lønstigning højere end de inflationsforudsætninger, som normen implicerer, vil føre til langsommere vækst i produktion og beskæftigelse, og parterne finder disse konsekvenser uønskelige, er betingelserne til stede for en direkte påvirkning af stigningstakten i lønninger og priser. Den anden transmissionsmekanisme er at afdæmpe denne stigningstakt indirekte gennem frembringelse af højere ledighed og lavere kapacitetsudnyttelse.

Den første, direkte mekanisme, hvor markedsdeltagerne lader sig vejlede af de offentliggjorte målsætninger for vækst

i pengeforsyningen, minder om en frivillig indkomstpolitisk norm; den overlader dog mere til forhandlingerne mellem arbejdsmarkedets parter end selv vejledende retningslinier for løn- og prisudviklingen og kan derfor virke tiltalende i lande, hvor der lægges vægt på at bevare så meget af den fri forhandlingsret som muligt. Den er også politisk enklere at fastsætte end en indkomstpolitisk norm, som typisk vil involvere regeringen i forhandling med interesseorganisationer og parlament. Men der er alvorlige spørgsmålstejn ved den postulerede transmissionsmekanisme og dermed ved effektiviteten:

(1) Det er næppe en mekanisme, som kan virke uden at arbejdsmarkedets parter allerede har set beviser på de pengepolitiske myndigheders besluttsomhed i forfølgelsen af en fast anti-inflationær politik. For at denne første transmissionsmekanisme kan virke på den postulerede smertefri måde, må det forudsættes, at den anden, "normale" mekanisme gennem afdæmpning af den reale aktivitet *har* kunnet iagttages. Man bliver således nødt til at søge en vurdering af introduktionsomkostningerne ved at skulle lære gennem erfaringer snarere end gennem de pengepolitiske myndigheders erklæringer. Sandsynligvis var omstændighederne for overgang til den direkte påvirkning af inflationsforventningerne og løn- og prisdannelsen særligt gunstige i Tyskland ved slutningen af 1974, fordi myndighederne allerede gennem dette år havde ført en politik basert på en pengepolitisk norm, der ikke tillod finansiering af nogen væsentlig del af olieprisforhøjelserne og de deraf afledte løn- og prisstigninger. Det nye ved den nu snart fire år gamle norm var blot, at den blev offentligt deklareret fra december 1974 – en nødvendig betingelse for at den første transmissionsmekanisme kan virke effektivt på inflationsforventninger og løn- og prisdannelse.

Det er vanskeligt at belyse den monetære norms specifikke indflytelse på inflationstakten i Tyskland, fordi den fastsættes og offentliggøres som led i et omfattende økonomisk-politisk handlingsprogram og efter drøftelse med arbejdsmarkedets parter. Noget lignende har været tilfældet ved de lejligheder i det sidste par år, hvor de britiske myndigheder har offentliggjort normal for pengeforsyning og indenlandsk kreditudvidelse. Der er altså ikke tale om, at en monetær norm pludselig præsenteres for en uforberedt offentlighed, men om at pengepolitikken sammen med finans- og eventuelt indkomstpolitiske tilkendegivelser søger at afstikke nogle rammer for det kommende års aktivitet og inflationstakt.

(2) Hvis slægtskabet mellem en pengepolitisk norm og retningslinierne for en frivillig indkomstpolitik erkendes, kan man spørge, om der ikke er mere direkte veje til at forbedre markedsdeltagernes evne til at vurdere hensigterne med den økonomiske politik og derved gøre deres forventninger om de økonomiske forløb mere rationelle. En mulighed ville være for myndighederne direkte at deklarere en målsætning for prisudviklingen. I princippet skulle en sådan målsætning være nok så informativ for arbejdsmarkedets parter som en pengepolitisk norm, hvis sammenhæng med de endelige målvariable i bedste fald er usikker på kortere sigt. Enkelte lande, der praktiserer normer, deklarerer da også målsætninger for både inflationstakt og pengeforsyning.

Mindre lande, der har valgt fortsat at knytte deres valuta til én eller flere fremmede valutaer – således som det er tilfældet for Norge og Danmark i det europæiske slangesamarbejde og for Finland og Sverige gennem stabiliseringen af den effektive kurs for de pågældende valutaer – vil typisk føle, at en sådan valutærisk norm substituerer for målsætninger for såvel pengeforsyning som in-

flationstakt. Erfaringen viser, at en fastholdelse af valutakurser over lidt længere perioder begrænser forskellene i inflationstakt i forhold til partnerne i valutamarbejdet til et snævert interval, måske 1–2 pct om året, hvis erfaringerne fra den lange fastkursperiode op til 1973 lægges til grund. Samtidig sætter det faste ydre tilknytningsspunkt snævre grænser for, i hvilket omfang tempoet i den indenlandske kreditudvidelse kan afvige fra partnernes, omend forskelle i efterspørgselsfunktionen efter penge kan skabe plads for ikke helt ubetydelige afvigelser uden at bringe omtrentlig valutærisk ligevægt i fare. Med Holland som en mulig undtagelse er der da heller ikke eksempler på, at lande med en (overvejende) fast valutakurs samtidig har deklareret en monetær norm. Fra belgisk og dansk side er det således i de seneste års diskussioner inden for De europæiske fællesskaber af indførelse af koordinerede monetære normer blevet anført, at sådanne normer ville være overflødige, så længe der opretholdes faste kurser over for de andre slangevalutaer, i særdeleshed D-marken.

En sådan argumentation er dog ikke nogen afgørende indvending mod deklaration af en monetær norm. Tværtimod kunne det hævdes, at hensigten om at holde en fast valutakurs ville blive mere troværdig, såfremt den ledsages af tilkendegivelse af bindinger på den form for økonomisk politik, som, i alt fald på kortere sigt, er af mest direkte betydning for valutakursens holdbarhed, nemlig pengepolitikken. Fra et teoretisk synspunkt er det korrekt, at sikringen af en fast kurs gør den indenlandske pengeforsyning til en endogen størrelse – og at en fast pengepolitisk norm gør valutakursen endogen. Men den omstændighed, at forsøg på at fastsætte de to uafhængigt af hinanden ville føre til konflikt, bør ikke tilsløre det forhold, at de i et dynamisk forløb gensidigt kan styrke hinanden.

Lignende betragtninger kunne gøres gældende over for det synspunkt, at en inflationsmålsætning gør en pengepolitisk norm overflødig. Forudsat naturligvis at de to mål er indbyrdes konsistente, må det styrke troværdigheden af inflationsmålsætningen, at myndighedernes intentioner også omfatter nogle af de instrumenter, som anvendes for at sikre dens opfyldelse.

Mens det er svært at dele bekymringen hos dem, der finder, at monetære normer overflødiggøres i en situation, hvor der er enten en fast valutakurs eller en deklareret inflationsmålsætning, er det lettere at være skeptisk mht en monetær norms tilstrækkelighed og gennemslagskraft som tilkendegivelse af økonomiskpolitiske hensigter. Hvis det fastholdes, at dens væsentlige formål er at påvirke forventninger og handlemåde hos arbejdsmarkedets parter og eventuelt andre, der har en strategisk rolle i prisfastsættelsen, kunne man spørge, om der ikke var andre økonomisk-politiske hensigtserklæringer, som ville gøre nok så stort indtryk på aktørerne som den relativt vage trussel om, at kraftige pris- og lønstigninger vil udløse afsætningsvanskeligheder og ledighed inden for den givne monetære norm, jfr de allerede nævnte tyske og navnlig britiske forsøg på at præsentere normerne som led i en omfattende økonomisk-politisk pakkeløsning. Hvis fagbevægelsen tillægger de beskæftigelsesmæssige konsekvenser mindre vægt end interesserne hos det helt overvejende flertal af deres medlemmer, som fortsat kan påregne at være beskæftigede – et emne der behandles i Ingemar Ståhls og Hermod Skaanlands indlæg – er truslen fra den monetære norm relativt virkningsløs. Udspillet fra myndighederne måtte da have et indhold, som påvirkede de beskæftigedes økonomiske stilling. Bent Hansen [1955] skitserede et sådant udspil allerede i midten af 1950'erne i form af bebudelse

af en finanspolitisk stamning, som stort set fjernede dispositionsretten over de lønstigninger, der lå ud over en indkomst-politisk norm. En anden mulighed er, som foreslået af Hermod Skaanland med udgangspunkt i amerikansk debat, at begrænse vikrsomhedernes evne til at give større indkomstforøgelser ved at pålægge dem en afgift på overskridelse af en indkomstpolitisk gennemsnitsnorm. Vanskelighederne ved sådanne systemer er imidlertid iøjnefaldende både på politisk og teknisk plan. Hvis man skønner det nødvendigt at betræde denne vej, er det utvivlsomt mere konstruktivt for regeringen at engarere sig fra starten i indkomstopgørene og søge at begrænse tendenser til for kraftige lønstigninger gennem omhyggeligt afstemte skattelettelser, således som det er gjort mest konsekvent ved de seneste indkomstopgør i Norge. Men herved er man ovre i en egentlig indkomstpolitik, som ligger uden for emnet for dette indlæg.

Sammenfattende forekommer det mig, at fastsættelse og publikation af en monetær norm som middel til at påvirke forventningsdannelse og adfærd både på arbejdsmarkedet og på de finansielle markeder byder på flere fordele sammenlignet med såvel stærkere som svagere varianter af en mere langsigtet stabiliseringspolitik. Den muliggør en større grad af aftalefrihed på arbejdsmarkedet og er politisk væsentligt mindre belastende end en egentlig indkomstpolitik. Den kan direkte styrke og supplere publicerede målsætninger om nedbringelse af inflationstakten og bestræbelser på at fastholde valutakursen. Men i det omfang det ikke lykkes direkte at påvirke forventninger og adfærd, således at det overvejende er den anden, "normale" transmissionsmekanisme via afdæmpning af efterspørgslen, der er operativ, er det nødvendigt at forsøge en vurdering af virkningerne heraf på inflationstakt og beskæftigelse.

Er en konstant vækstrate i pengeforsyningen ønskelig?

Det ville være urimeligt at påstå, at virkningerne af en politik med stabil eller langsomt decelererende vækst i et pengepolitisk mellemål lader sig forudse med nogen større sikkerhed. Man kan derimod ud fra teoretiske ræsonnementer søge at komme til klarhed over, hvorvidt en rent monetaristisk politik, der fra en bestemt dato søger at fastholde en vækstrate i pengeforsyningen svarende til vækstraten i produktionskapaciteten plus en uundgåelig lav inflationstakt (samt evt justeret for sandsynlige ændringer i omløbshastigheden) vil være optimal i den forstand, at den når ned på den ønskede inflationstakt med lavest mulige omkostninger i form af ledighed gennem tilpasningsprocessen. Modigliani og Papademos [1973] har på basis af en sådan undersøgelse konkluderet, at en politik med konstant vækstrate i pengeforsyningen ikke vil være optimal, uanset hvilken relativ vægt inden for et realistisk variationsområde man måtte lægge på reduktion af inflation, henholdsvis ledighed. Den vil skabe for megen ledighed i starten, hvor forventningerne endnu ikke har tilpasset sig den nye politik, og for lidt senere hen. Der er imidlertid såvel teoretiske som praktiske argumenter for at antage, at Modigliani og Papademos ikke hermed har leveret nogen definitiv kritik af den form for pengepolitik, der i de seneste år er blevet ført i lande som Tyskland og USA med en relativt stabil vækstrate for den samlede pengeforsyning.

På det teoretiske plan ser de to forfattere bort fra muligheden af en ændring i forventningsdannelsen ved overgang til, evt fastholdelse af, de monetære normer. Uden derved at acceptere, at forventningsdannelsen bliver rationel i den ovenfor omtalte vidtgående forstand, måtte men vente, at en så væsentlig

omægning af pengepolitikken ville sætte sig visse spor i inflationsforventningerne til fremskyndelse af tilpasningen henimod en ny og mere tilfredsstillende konstellation af beskæftigelse og inflations-takt. Stein har således i en nylig artikel [Stein 1978] fundet holdepunkter for en vis direkte indflydelse fra den observerede vækstrate i pengeforsyningen i USA gennem perioden 1956–75 på inflationsforventningerne og inflationstakten. En monetaristisk model, hvor inflationsforventningerne og den faktiske inflation – med en vis forsinkelse – reagerer på ændringer i pengepolitikken, er noget bedre i stand til at forklare stagflationen i midten af 1970'erne end den neo-Keynesianske analyse, som bla Modigliani og Papademos anvender.

Så snart der er en vis forsinkelse i inflationstaktens tilpasning til ændringer i pengeforsyningens vækstrate, er der tale om et overgangsvist trade-off mellem beskæftigelsesgrad og inflationstakt, men i en ganske anden betydning end Phillips-kurvens. En noget hurtigere nedbringelse af ledigheden kan opnås på bekostning af en permanent højere inflationstakt. Det er et trade-off, der tager sig væsentligt ugunstigere ud, men dog ingenlunde så ugunstigt, at det ikke kan være værd at overveje. Tager man den af Stein præsenterede model for USA efter pålydende, skulle en nedbringelse af ledigheden med ét procentpoint i det første par år og lidt mindre i resten af tilpasningsperioden kunne opnås på bekostning af en permanent forøgelse af inflationstakten på 3 procentpoints; overgangsvist vil forøgelsen være noget mindre. Om man finder en sådan pris acceptabel afhænger ikke blot af præferencerne mellem de to målvariable, men også – og navnlig – af tidshorisontens længde hos de politiske beslutningstagere, jfr de efterhånden mange bidrag til politisk fremkaldte konjunkturbevægelser ("electoral cycles").

Den kritik af den normbaserede pengepolitik, der er fremsat med stor styrke af neo-Keynesianerne i USA og væsentligt mere spagfærdigt i Tyskland har som hovedindhold, at mulighederne for en kraftig éngangsforøgelse af pengeforsyningen med en hurtig tilbagevenden til en lav vækstrate burde udnyttes. Et sådant "front-loaded recovery" ville efter kritikernes synspunkt have været ønskeligt i de fleste industrilande i 1974-75 ovenpå olieprisforhøjelserne. Hvis den midlertidige acceleration i pengeskabelsen var erkendt som sådan af agenterne på arbejdsmarkedet og de finansielle markeder, ville man, ovenpå den betydelige reale virkning af den uforudsete monetære ekspansion, kunne indkapsle en væsentlig del af virkningerne på inflationsforventningerne og den faktiske inflationstakt og således forbedre trade-off mellem hastigheden i nedbringelsen af ledigheden og forøgelsen af den langsigtede inflationstakt.

Et sådant ræsonnement, hvor neo-Keynesianske synspunkter suppleres med en understregning af forventningernes betydning, anvendes hermed til forsvar for en fornyet "go-stop" politik. Argumentationen forekommer ganske stærk i relation til situationen i 1974-75, hvor — som allerede omtalt ovenfor — der var tale om en ekstraordinært kraftig forstyrrelse på udbudssiden og et bortfald af efterspørgsel. Det er muligt, at aktivitetsudviklingen i industrilandene ville have været en del gunstigere uden store extra inflationsomkostninger, hvis navnlig USA og Tyskland havde ført en mere akkomoderende pengepolitik i 1974. Det er nok mindre sandsynligt, at en tilsvarende politik i dag i de lande, som fortsat har betydelige ledige ressourcer, ville have særligt ønskelige virkninger. Efter at regeringer og centralbanker i de større industrilande har investeret en så betydelig del af deres overtalelsesevner og prestige i udform-

ningen af en relativt stabil, anti-inflationær pengepolitik, er der en nærliggende risiko for, at en markant opgivelse, selv om den var erklæret at være midlertidig, ikke ville være troværdig. En go-stop politik med en midlertidig fordobling af den monetære ekspansionstakt, således som foreslået af neo-Keynesianerne i 1974-75 må i dag opfattes som for risikabel, selv om den skulle være internationalt afstemt, således at den gav minimale valutariske komplikationer.

Det er imidlertid et bekymrende aspekt ved de monetære normer i den aktuelle internationale situation, at selv væsentligt mere moderate overskridelser af normerne indebærer en risiko for overfortolkning på arbejdsmarkedet og på de finansielle markeder. Der foreligger ikke i de 6-7 større industrilande, som i de senere år har anvendt en normbaseret pengepolitik eksempler på, at offentliggjorte normer er blevet forhøjede. Det har ligget i hele den antiinflationære orientering, at normerne gradvis skulle reduceres. Samtidig har der som følge af de stadigt mere åbenlyst utilfredsstillende indenlandske resultater — en real vækstrate i Vesteuropa i 1977-78 på ca 2 1/2 pct p a eller klart under, hvad der kræves for blot at fastholde beskæftigelsen — og voksende uligevægt på mange landes løbende betalningsbalance, ledsaget af hyppigere uro på valutamarkederne, været et voksende pres for at udforme en koordineret reflationspolitik. Selv om denne især foreslås baseret på en midlertidig finanspolitisk lempelse snarere end på monetære stimulanter, er det svært at forestille sig, at der skulle være plads inden for de for 1978-79 offentliggjorte pengepolitiske normer til nogen større efterspørgselsstimulans.

De pengepolitiske myndigheder befinder sig her i et dilemma. Der er tre hovedmuligheder: Man kan lempe fi-

nanspolitikken uden at forhøje de monetære normer; i så fald må man vente betydelige rentestigninger som følge af en accelerende offentlig låneoptagelse og dermed "crowding out" af private rentefølsomme (eller kreditrationerede) udgifter. Man kan se gennem fingre med overskridelser af de offentliggjorte monetære normer, eller man kan offentliggøre nye og højere normer. Det er vanskeligt på forhånd at have nogen velbegrundet mening om, hvilken af de to sidste fremgangsmåder, der ville være at foretrække. Er de økonomiske agents forventninger mest følsomme over for afvigelser fra normer eller åbenlyse forhøjelser af disse? Hvilken af disse fremgangsmåder fører til den bedst mulige kombination af udviklingen i beskæftigelse og inflation i overgangsperioden? Det er problemer af denne art, der i disse måneder optager de pengepolitiske myndigheder i lande med så forskellige udgangspunkter som Tyskland og UK, jfr især nylige indlæg i den britiske pengepolitiske debat³.

Nogen klarere illustration af hvor langt den pengepolitiske diskussion har bevæget sig siden den udtalte optimisme fra slutningen af 1960'erne kan man næppe ønske sig. En nærmere vurdering af effektiviteten af mulige ændringer i instrumenter synes i dag som noget centralt at kræve evner til at bedømme påvirkningen af markedsdeltagernes forventninger. Med de reformer, der er gennemført i de senere år i udformningen af pengepolitikken gennem overgang til normal, er der kun et meget spinkelt erfaringsgrundlag for en sådan vurdering. Myndighedernes frygt for, at ændringer i en offentliggjort målsætning vil blive overfortolket af arbejdsmarkedet og de finansielle markeder, herunder valutamarkedet, er i sig selv blevet et stærkt, omend intellektuelt set lidet tilfredsstillende argument for status quo. Det er en pris, der må tages i betragtning

i en sammenfattende bedømmelse af pengepolitikken muligheder for at påvirke inflationstakt og beskæftigelse. Der er i virkeligheden tale om en fælde for de pengepolitiske myndigheder af potentielt nok så generende karakter, som Keynes' "liquidity trap" i 1930'erne.

Det er ikke let at nære forhåbninger til, at den empiriske forskning skulle kunne bidrage væsentligt til udformningen af pengepolitikken. Hvis transmissionsmekanismen er sammenvævet med forventningsdannelsen på en så snæver måde som anført, har den ikke en sådan stabilitet, at anvendelse af selv meget omfattende modeller af finansielle og reale sammenhænge kan give pålidelig støtte i beslutningerne.

Tidlige monetaristiske undersøgelser lagde hovedvægten på ekstremt simple sammenhænge mellem ændringer i pengemængde og samlede pengeindkomster. De blev med rette kritiseret for at bortse fra en meget stor del af foreliggende økonomisk teori og fra relevante institutionelle forhold. Men i lys af 1970'ernes erfaringer må man, som bla Laidler [1978] har fremhævet, se mindre kritisk end tidligere – og mindre kritisk end man kunne ønske sig – på de simple sammenhænge mellem pengemængde og pengeindkomst. De giver i alt fald ikke illusioner om, at transmissionsmekanismen kan analyseres ved selv en meget detaljeret analyse af rentedannelsen på finansielle markeder.

Dette betyder ikke, at pengepolitikken helt bør overlades til enten mekaniske regler eller et frit skøn hos pengepolitiske myndigheder på basis af "følelse med markedet", en formulering, der ville åbne i for høj grad for et skønselement og fremme intellektuel dovenskab. Der er fortsat behov for forskning, ikke

³ Se Bank of England [1978] og National Economic Review [1978].

blot i forventningsdannelsen, og her med større vægt på enqueteundersøgelser, men også for kritisk videreudvikling af de økonomiske modeller, især af et noget simplet tilsnit. Der er navnlig behov for en realistisk erkendelse af, at pengepolitikken såvel som andre midler til påvirkning af den samlede efterspørgsel er utilstrækkelig til at fastholde en mulig kortsigtet bedring af den aktuelle konstellation af samtidig høj ledighed og inflationstakt.

Relevansen for pengepolitik i de nordiske lande

Mange vil utvivlsomt føle, at den internationale diskussion af pengepolitikken virkninger på inflationstakt og beskæftigelse er af begrænset relevans for de nordiske lande. På den ene side er der tale om meget åbne økonomier, hvor en ekstern målsætning – finansiering og gradvis nedbringelse af uholdbart store løbende betalingsbalanceunderskud – har domineret den pengepolitiske målsætning og i alt fald er blevet betragtet som mere påtrængende end ønsket om at nedbringe inflationstakten. På den anden side har man – med særlig styrke i Norge og Sverige – ført en relativt detaljeret kreditpolitik, hvor hensynet til udvalgte sektorer og regioner har vejet tungere end det generelle sigte, som præger diskussionen i f.eks. Tyskland og USA. Hovedvægten i forsøgene på at muliggøre et højt beskæftigelsesniveau under den ydre begrænsning og uden for stærke stigninger i omkostninger og priser er snarere blevet lagt på indkomstpolitikken.

Det er imidlertid ikke vanskeligt at argumentere for, at et sådant indtryk af manglende relevans er overfladisk. For det første er den i omverdenen – og især i de største industrilande – førte pengepolitik et meget væsentligt element i den eksterne begrænsning, der spiller en så væsentlig rolle for de aktuelle økono-

misk-politiske muligheder i de nordiske lande. Der er således nærliggende, omend indirekte, årsager til at vise den internationale pengepolitiske diskussion interesse.

For det andet er der blandt de lande, som i dag praktiserer pengepolitiske normtal, enkelte eksempler på, at ønsker om at anvende kreditrationering og differentierede indgreb i prisdannelsen på finansielle markeder ikke er til hinder for, at pengepolitiske normtal findes nyttige; man kunne især pege på Frankrig, men også på UK.

For det tredje er der nærliggende grunde til at antage, at transmissionsmekanismen fra de pengepolitiske instrumenter til inflationstakten er stærkere i relativt små åbne økonomier som de nordiske end i de større lande, hvis erfaringer udgør hovedbaggrunden for den internationale diskussion. Hvis pengepolitikken svækkes i forhold til omverdens, kan en fastholdelse af valutakursen hurtigere blive uholdbar⁴; og en devaluering vil typisk slå kraftigere igennem i indenlandske pris- og lønstigninger. Det er jo netop på denne baggrund naturligt, at pengepolitikken i de nordiske lande i så høj grad er blevet tilrettelagt ud fra et ønske om at beskytte valutareservene og dermed valutakursen.

En sådan karakteristik af pengepolitikken er imidlertid lidet oplysende, så længe det ikke præciseres, over hvilken tidshorisont beskyttelsen af valutare-

⁴ De danske erfaringer i 1975–76 er et eksempel herpå; den meget kraftige stigningstakt i pengeforsyningen gennem 1975 og de første måneder af 1976 – M 2 var i perioder henimod 30 pct højere end 12 måneder tidligere – som følge af en indenlandsk krediteksponering især til den offentlige sektor – bremsede kapitalimporten; den midlertidigt meget rigelige likviditet gjorde det meget vanskeligt at undgå spekulation i nedskrivning af kronen i marts 1976 og i løbet af sommeren og eftersommeren, indtil en kursjustering blev foretaget inden for slangen i oktober 1976.

server og -kurs sigter på. De nordiske lande har alle i 1970'erne haft meget betydelige løbende betalingsbalanceunderskud både sammenlignet med andre lande og med egne historiske erfaringer. Især gjaldt dette i 1975-77, hvor de nordiske lande i mindre grad end omverdenen havde justeret den indre efterspørgsel nedad.

I en sådan situation vil en ekstern orientering i pengepolitikken på kort sigt indebære, at indenlandske rentesatser og/eller kreditrationering tilskynder virksomheder og evt lokale myndigheder til at dække en betydelig del af deres kreditbehov i udlandet, hvorved finansieringen af underskuddet på de løbende poster sikres. En sådan orientering, der svarer til Mundell's opgavefordeling mellem pengepolitik og andre former for økonomisk politik, har stort set virket særdeles effektivt i 1970'erne. Suppleret af offentlig låneoptagning har det endda været muligt for de nordiske lande at øge deres officielle valutaeserver i år med massive løbende underskud. I en sådan fase er det ikke muligt at følge en pengepolitisk norm i form af en målsætning for væksten i pengeforsyningen. Instrumenterne – rentepolitik, udlånslofter mm – har måttet fastsættes, således at den udenlandske låneoptagelse forløb jævnest muligt.

Mundell's tildeling af denne begrænsede opgave til pengepolitikken er imidlertid ikke holdbar over længere perioder. I Danmark, Norge og Sverige er man kommet i en fase, hvor pengepolitikken må bidrage ikke blot til finansieringen af de løbende underskud, men til deres relativt hurtige nedbringelse gennem en realøkonomisk tilpasning. En erkendelse heraf aktualiserer overvejelser om anvendelse af pengepolitiske normer i form af målsætninger for væksten i pengeforsyningen eller i et meget bredt mål for kreditudvidelsen, inklusive låneoptagelse i udlandet. Hvis reguleringen af ka-

pitalimporten er blevet så lempelig i bestræbelserne på at lette finansieringen af de løbende underskud, at der er næsten fuld substitution mellem indenlandsk og udenlandsk kredit for væsentlige grupper af låntagere, må en begrænsning af låneadgangen overvejes, såfremt de pengepolitiske myndigheder skal få styr på pengemængdeudviklingen.

Man kunne for det fjerde fremføre, at de langt større offentlige budgetunderskud i 1970'erne – svækkelsen af den offentlige sektors finansielle stilling har været kraftigere i de nordiske lande i midten af 1970'erne end i de fleste andre europæiske lande – har skabt en særlig baggrund for pengepolitiske normer. Et meget væsentligt kriterium for vurderingen af et budgetunderskuds størrelse er om det, sammen med den sandsynlige udvikling i kreditgivning til den private sektor skaber kortsigtede valutारiske problemer og/eller en udvikling i den samlede pengeforsyning, som på lidt længere sigt er uholdbar. Det er naturligt at se disse kilder til pengeforsyningen i sammenhæng inden for rammerne af et pengepolitisk mellem mål for væksten i den samlede pengeforsyning og at fastsætte eventuelle retningslinier for den monetære finansiering af budgetunderskuddet herudfra frem for at anvende mere eller mindre vilkårlige "regler" for denne finansiering.

Den empirisk orienterede monetære forskning i de nordiske lande kom senere i gang end i USA og Kanada – men dog ikke senere end i de større europæiske lande. Om nogen optimisme mht pengepolitikens effektivitet baseret på indtryk af overblik over transmissionsmekanismen til komponenterne i efterspørgslen har der ikke nået at blive tale. Forskningsaktiviteten har for alvor taget fart i 1970'erne, og der findes nu ganske detaljerede modeller af den finansielle sektor, jfr Blomgren-Hansen [1974] for Danmark, Lybeck [1975] for Sverige og

en længere række af afhandlinger om Finland fra forskere ved Finlands Bank, senest Airikkala og Bingham [1977], og den monetære forskningsgruppe ved Helsingfors Universitet. Den helt overvejende del af dette arbejde er dog været begrænset til relationer inden for den finansielle sektor: publikums efterspørgsel efter finansielle aktiver og lån, herunder fra udlandet, og de finansielle institutioners handlemåde. Der er kun få enkeltrelationer, der har kunnet belyse virkningerne på centrale komponenter af den indenlandske efterspørgsel samt betalingsbalancens løbende poster, jfr dog Lybeck's oversigt [1977] og Blomgren-Hansen [1977]. Ingen model har mig bekendt knyttet forbindelsen helt til de endelige målvariable, beskæftigelse og inflationstakt.

Årsagerne hertil er næppe blot, at man i de nordiske lande er begyndt senere på denne forskning, og at opgaven under 1970'ernes forhold med mere ustabile relationer er blevet vanskeligere. Det har også spillet en rolle – et forhold, som Erik Lundberg [1962] allerede betonedede i sin store oversigt fra begyndelsen af 1960'erne – at de pengepolitiske myndigheder har eksperimenteret med nye former for indgreb ved mange lejligheder og sjældent har gennemført enkelte pengepolitiske ændringer i isolation. Samtidig er rentedannelsen blevet gradvis friere som følge af ophævelse af indgreb i rentedannelsen (Sverige, Norge) eller af aftaler mellem pengeinstitutterne. Kombinationen af differentierede indgreb og strukturændringer har medført, at der knapt nok foreligger tilstrækkeligt mange observationer til at bestemme virkningerne af den førte pengepolitik. De af Lybeck refererede resultater med STEP 1-modellen tyder dog på ikke-ubetydelige effekter af lofterne over de svenske forretningsbankers udlån, mens virkningerne af renteændringer drukner blandt de mange andre og kraftige effekter af

ændrede afskrivningsregler, investeringsfondshenlæggelser eller -frigivelser m.m., jfr også Lindbeck's oversigt over tidligere svenske undersøgelser [Lindbeck 1975]. For Danmark er der holdpunkter for at antage, at såvel boligbyggeriet som saldoen på betalingsbalancens løbende poster påvirkes signifikant af renteændringer, mens det ikke har været muligt at påvise effekter på det realøkonomiske forløb af ændringer i loftet over pengeinstitutternes udlån.

Ser man på vækstraten i en bred definition af pengeforsyningen gennem 1970'erne for de nordiske lande, har der været tale om en mere ustabil udvikling end i de fleste andre europæiske lande, som det er naturligt at sammenligne med (UK er en klar undtagelse). Vækstraten var typisk høj og tiltagende frem til 1975; den decelererede herefter stærkt i 1976 i Danmark, Finland og Sverige, mens den i Norge fortsatte på et højt og ganske stabilt niveau i 1976–77 inden en vis deceleration er sat ind i 1978.

Selv om et noget tilsvarende mønster kan findes i enkelte andre lande, tyder de nordiske landes erfaringer på en ikke-ubetydelig pengepolitisk autonomi på kortere sigt. Den stramning af den økonomiske politik, som blev iværksat på forskellige tidspunkter mellem efteråret 1975 (Finland) og efteråret 1977 (Norge), var dog en erkendelse af, at denne autonomi havde grænser over lidt længere perioder, så længe det ønskes at bevare tilnærmelsesvis stabile valutakurser over for omverdenen – forstået enten som de andre medlemslande i det europæiske slangesamarbejde (Danmark og Norge) eller som et gennemsnit af samtlige handelspartnere (Finland og Sverige).

En pengepolitik, der indbygger en nogenlunde stabil, offentliggjort norm i form af en vækst i pengeforsyningen lav nok til at bidrage til gradvis nedbringelse af de løbende underskud, vil være påkrævet i de kommende år. Især i en situ-

ation, hvor der eksperimenteres med nye former for valutasamarbejde, kunne en sådan politik vise sig nyttig til afdæmpning af uro omkring valutakursen og dermed til at forebygge behovet for de pludselige tilstramninger af pengepolitikken, som har vist sig nødvendige tidligere i 1970'erne. Der er således yderligere argumenter ud over de generelle argumenter fra den internationale diskussion for at tilstræbe en mere stabil monetær ramme om de kommende års udvikling.

En vigtig forudsætning herfor er i højere grad opfyldt end tidligere: det er blevet muligt at anvende renteændringer i en udstrækning, som for blot få år siden var utænkkelig. I Danmark har denne udvikling været synlig gennem den sidste halve snes år, efter at valutauro i 1969 havde afsluttet forsøgene på at holde en stabil obligationsrente, jfr især Hoffmeyer og Hansen [17]. I de andre nordiske lande er tendensen til friere rentedannelse først blevet klar i løbet af de senere år. Det er navnlig udsigten til at kunne styre sikrere under valutarisk uro kombineret med en voksende erkendelse af, at fordelingsmæssige virkninger af en konsekvent lavrentepolitik er anderledes end traditionelt antaget, der har banet vej for den smidigere rentepolitik, senest i Norge i 1977. Med en svækkelse af denne binding af de kortere rentesatser står de nordiske lande væsentligt bedre rustet til at fastholde en pengepolitik baseret på moderat og decelererende monetær vækst i de kommende år. Fortalere for en sådan "stabil stabiliseringspolitik" har ikke manglet i svensk debat, se bl a Jonung [19] og Myhrman [28]. Bidraget herfra til opnåelsen af en mindre utilfredsstillende kombination af inflations-takt og ledighed ville især ligge i at gøre målsætningen om nedbringelse af de løbende underskud ved nogenlunde stabile valutakurser troværdig. Det er et beskedent, men dog vigtigt, bidrag til at for-

hindre forskydninger opad i inflations-takten og dermed til at undgå en yderligere forværring af stagflationen.

Referenser

- Airikkala, R. og Bingham, T R G, [1977], "The Formulation and Conduct of Monetary Policy in an Open Overdraft Economy: The Case of Finland", *Cahiers Économiques et Monétaires*, Banque de France, Paris
- Ball, R J, Burns T og Laury, J S E [1977] "The Role of Exchange-Rate Changes in Balance of Payments Adjustment - the UK Case", *Economic Journal*, vol 87, no 345
- Bank of England, [1978], "Reflections on the Conduct of Monetary Policy" (Mais Lecture given by the Governor), *Quarterly Bulletin*, vol 18, no 1, London
- Barro, R J og Fischer, S, [1976], "Recent Development in Monetary Theory", *Journal of Monetary Economics*, vol 2 no 2
- Blomgren-Hansen, N, [1974], *An Econometric Study of the Financial Sector in Denmark*, (Ph D afhandling, University of Pennsylvania)
- [1977], "Arbejdsmarked og betalingsbalance", *Nationalekonomisk Tidsskrift*, Bind 116, nr 1
- Calmfors, L og Lundberg E, [1974], *Inflation och arbetslöshet*, Stockholm
- Cotula, F og Masera R, [1977], "Some Considerations of the Banca d'Italia Approach to the Forecasting of Financial Flows", *unpublished*
- Eckstein, O, [1973], "Instability in the Private and Public Sectors: Some Model Simulations", *Swedish Journal of Economics*, vol 7, no 2
- Federal Reserve Bank of New York [1974], *Monetary Aggregates and Monetary Policy*, New York
- Federal Reserve System, Board of Governors [1971], *Open Market Policies and Operating Procedures - Staff Studies*, Washington DC 1971
- Friedman, M [1968], "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, vol 58, no 1
- [1977], "Nobel Lecture: Inflation and Unemployment", *Journal of Political Economy*, vol 85, no 3
- Gordon, R J, [1976], "Recent Developments in the Theory of Inflation and Unemployment", *Journal of Monetary Economics*, vol 2, no 2
- [1977] "World Inflation and Monetary Accommodation in Eight Countries", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington DC
- Hansen, B, [1955], *Finanspolitikens ekonomiska teori*, Stockholm
- Hoffmeyer, E og Hansen, L, [1978], "Danish Monetary Policy During the Last Decade", *Kredit und Kapital*, 11 Jahrgang, hefte 2
- Isachsen, A J, [1976], "The Demand for Money in Norway", *Norges Banks Skrifserie*, Oslo
- Jonung, L, [1978], "En stabil stabiliseringspolitik", *Økonomisk debatt*, årg 6, nr 1
- Laidler, D, [1978], "Money and Money Income: An Essay on the Transmission Mechanism", *Journal of Monetary Economics*, vol 4, no 2

- Lindbeck, A, [1975], *Swedish Economic Policy*, London
- Lucas, R E, [1976] "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *The Phillips Curve and Labor Markets*, Carnegie-Rochester Conferences on Public Policy Vol. I (a supplement series to the Journal of Monetary Economics), Amsterdam
- Lundberg, E, [1962], *Penningspolitikernas brister och möjligheter*, Sartryck ur Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift, Stockholm
- Lybeck, J A, [1975], *A Disequilibrium Model of the Swedish Financial Sector*, Stockholm
- [1977] "Effekterna av Riksbankens kreditpolitik på konsumtionen, investeringarna och importen av utländskt kapital" *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*
- Modigliani, F, [1977], "The Monetarist Controversy—Or Should We Forsake Stabilization Policies?" *American Economic Review*, vol 61, no 2
- Modigliani, F og Papademos, L, [1977], "Aggregate Demand Policy to Reduce Inflation" *upubliceret* indlæg på Conference on the Economic Crisis of the 1970's: Lessons for Stabilization Policy, Baden, Østria
- Myhrman, J, [1978], "Swedish Monetary Policy is Due for a Reassessment", *Skandinaviska Enskilda Bankens Quarterly Review*, Stockholm. (Reprint Series No. 91, Institute for International Economic Studies, University of Stockholm)
- National Institute Economic Review*, [1978], (February), London
- OECD [1975], *The Role of Monetary Policy in Demand Management: The Experience of Six Major Countries*, Paris
- Phelps, E, [1967], "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economic Journal*, vol XXXIV, no 3
- Poole, W [1970], "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics*, vol LXXXIV, no 2
- Stein, J L, [1978], "Inflation, Employment and Stagflation", *Journal of Monetary Economics* vol 4, no 2