PENGEPOLITISKE PROBLEMSTILLINGER 1965-1990

Af

ERIK HOFFMEYER

i samarbejde med
KAI AAEN HANSEN

DANMARKS NATIONALBANK 1993

DANSK PENGEHISTORIE
Bind 5:
Pengepolitiske problemstillinger 1965-1990

Sats og tryk: Danmarks Nationalbank, Seddeltrykkeriet

Indbinding: Fløistrup & Baden ApS

ISBN 87-87251-05-1

Til Lise

PENGEPOLITISKE PROBLEMSTILLINGER 1965-1990

Af ERIK HOFFMEYER

i samarbejde med

KAI AAEN HANSEN

Indholdsfortegnelse

Forord 9

I. Indledning 11

II. Rammestyring og samordning 21

1. Presøkonomi og finstyring *(21)* - 2. De nye instrumenter *(25)* - 3. Skuffede forventninger *(32)* - 4. Forsøg på en vurdering *(40)*

III. Brydninger og rådvildhed 43

1. Hovedtræk *(43)* - 2. Den gradvise afregulering (49) - 3. De pengepolitiske instrumenter *(52)* - 4. Kapitalstyring *(56)* - 5. Stigende inflation *(67)* - 6. Konjunkturnedgang *(70)* - 7. Rådvildhed og afgrundsdebat *(74)* - 8. Sammenfatning *(79)*

IV. Stabilitet med forhindringer 83

1. Baggrund *(83)* - 2. Realtilpasningen *(90)* - 3. Fastkurspolitikken *(94)* - 4. For stærk ekspansion. Pengepolitisk afmagt *(96)* - 5. Det seje træk *(99)* - 6. EMS og ØMU *(103)* - 7. Sammenfatning (108)

V. Afsluttende bemærkninger 109

Tillæg

Appendiks 1. Indkomstpolitiske initiativer i Danmark 1962-1990
v. Per Bertram, Internationalt Kontor 115

Appendiks 2. Finanspolitikken 1960-1990
v. Anders Møller Christensen, Økonomisk-Statistisk Kontor .. 123

Appendiks 3. Transmission til og fra renten
v. Dan Knudsen, Økonomisk-Statistisk Kontor 127

Forord

I anledning af Danmarks Nationalbanks 175 års jubilæum blev det besluttet at udarbejde en fortsættelse af Dansk Pengehistorie dækkende de seneste tre årtier, der er righoldige på materiale for dem, der er interesserede i pengepolitik.

Fhv. nationalbankdirektør Richard Mikkelsen, som jeg har haft et usædvanlig godt samarbejde med igennem hele perioden, påtog sig at give en detaljeret præsentation af begivenhedsforløbet.

Selv skulle jeg forsøge at udarbejde en kortere analyse af de pengepolitiske problemstillinger, sådan som de blev opfattet i situationerne.

Man nævner ofte filosoffen Ernst Blochs begreb ,,Das Dunkel des gelebten Augenblicks'', som nogle ynder at illustrere med, at Ludvig den XVI den 14. juli 1789 noterede i sin dagbog, at intet af betydning var hændt. Det var den dag, Bastillen blev stormet.

Trods denne advarsel er der i dette skrift gjort forsøg på at beskrive problemstillingerne for pengepolitikken og at dokumentere, hvorledes opfattelsen af begivenhederne var på det tidspunkt, hvor de skete.

Det er gjort ved at citere udtalelser fra taler, kronikker etc. således, at den dato, der anføres i parentes, refererer til samme dato i den materialesamling, som Nationalbanken offentliggjorde, Oversigt over informationsmateriale fra Nationalbanken, november 1986, og for de senere års vedkommende Nationalbankens kvartalsoversigter. I visse tilfælde findes citaterne ikke i de nævnte kilder, men den fulde ordlyd af indlæggene kan rekvireres i Nationalbanken.

Herved skulle der være skabt rimelig sikkerhed for at belyse, hvorledes man vurderede problemerne, og hvad sigtet var med beslutningerne.

Historien er således fortalt fra denne synsvinkel.

Det har ikke været hensigten at skrive et forsvarsskrift for den førte pengepolitik, og der er da også adskillige dokumenterede fejltagelser.

Forbindelsen til Richard Mikkelsens fremstilling anføres ved R.M. og sidetal.

Det fremgår, at der på flere områder er nogen forskel i vurderingerne, hvilket er ganske naturligt.

Underdirektør Kai Aaen Hansen har organiseret det store researcharbejde og har drøftet oplæg og udformning med mig på en så enestående måde, at skriftet er blevet til ved et samarbejde mellem os.

Han har stået for alle de memoer og undersøgelser, der er lavet i hans afdeling ved Benny Andersen, Niels Bartholdy, Per Bertram, Karsten Biltoft, Tom Christensen og Ole Hollensen.

Desuden er der aftalt bidrag fra Anders Møller Christensen, Hugo Frey Jensen, Dan Knudsen og Charlotte Møller.

Endelig har vi modtaget mange nyttige kommentarer fra underdirektør Kirsten Mordhorst.

Lisbeth Lillethorup har med stor dygtighed behandlet de mange gennemskrivninger, der har måttet til.

Det har været usædvanlig inspirerende at arbejde sammen med en så engageret gruppe.

Anne Marie Steen Petersen har foreviget Nationalbankens politiske genparter – de Kgl. Bankkommissærer, der måske nok i mange tilfælde ville fortælle en anden historie.

Maj 1993

Erik Hoffmeyer

I. Indledning

Efter afslutningen af Den Anden Verdenskrig var det en udbredt opfattelse, at man stod ved indledningen til en ny ære i den samfundsmæssige udvikling, hvor de, der var valgt til at udøve magten, skulle opfylde en række målsætninger, der både førte til større velstand og bedre stabilitet i samfundet.

Man havde klare målsætninger, man havde økonomiske modeller, og man havde instrumenter til at realisere målsætningerne.

Det troede man i hvert fald.

Hvad angår målsætningerne, blev der for det økonomiske område overalt givet første prioritet til opretholdelse af fuld beskæftigelse.

Det var den almindelige opfattelse, at 1930'ernes store arbejdsløshed havde været medvirkende til den politiske polarisering i mange lande og dermed bidraget til de internationale spændinger, der førte til krig.

Hertil kom selvsagt, at stor arbejdsløshed måtte betragtes som uacceptabel fra et menneskeligt synspunkt og uacceptabel for et samfund, der var domineret af lønmodtagerinteresser.

Hovedmålsætningen gik derfor ud på, at der skulle skabes og opretholdes fuld beskæftigelse med så lav inflation som muligt.

Indkomstfordelingen, der er et tredje væsentligt element for stabiliteten i samfundet, fik ikke den samme grad af opmærksomhed i den almindelige målsætningsdebat, og ønsket om økonomisk vækst kom først senere til at indtage en fremtrædende plads i drøftelserne om den økonomiske politik og her mest som et middel til at opretholde beskæftigelsen.

Der var knap så stor enighed om de økonomiske modeller, men det var et nyt element i udviklingen, at debatten om udformningen af den økonomiske politik blev ført på et professionelt plan.

Så at sige alle de beslutningsenheder, der betød og betyder noget for det økonomiske forløb, er udstyret med faguddannede økonomer, der er vidende om den herskende opfattelse af de centrale økonomiske sammenhænge, hvortil kommer, at universitetsansatte økonomer i stor udstrækning arbejder som konsulenter eller i kommissioner og udvalg. Nationalbanken har gennem årene regelmæssigt ca. hveranden måned haft møder, hvor indlæg fra udenforstående eller ansatte drøftes – herunder ikke mindst prognosearbejde.

Man kender den herskende teoretiske opfattelse af de økonomiske modeller og af forskellige instrumenters anvendelsesmuligheder.

Erfaringen har imidlertid vist, at der ikke er så stor præcision i det økonomiske system som oprindelig antaget, hvilket er baggrunden for, at entusiasmen vedrørende muligheden for at opnå de politiske målsætninger er blegnet og blevet erstattet af en mere passiv holdning.

Denne udvikling har udspillet sig i den periode, der omhandles i dette skrift.

Konflikten mellem hensyn til beskæftigelsen og hensyn til prisstabilitet blev fra begyndelsen anset for at være af fundamental betydning, men der var optimisme vedrørende mulighederne for at finde en løsning. Dette hang måske sammen med, at man som baggrund havde en periode med omfattende pris- og lønkontrol, som kun gradvis blev tøet op.

Der var forskellige grundsynspunkter på, hvordan problemstillingen skulle anskues, hvoraf tre fremstår med særlig skarphed.

Det første bygger på den forestilling, at lønninger og priser fastsættes autonomt af ledelsen af fagforeninger og af virksomheder.

En konflikt mellem de to målsætninger, beskæftigelse og prisstabilitet, kan derfor i teorien løses ved, at ledelsen trues til at fastholde stabile lønninger og priser, selv om efterspørgslen kunne bære stigninger.

Det fandt udtryk i den ofte citerede passage fra Beveridge-rapporten:

"If trade unions under full employment press wage claims unreasonably, maintenance of a stable price level will become impossible; wage determination will per force become a function of the state. If the private owners of business undertakings under full employment set out to exploit consumers by organizing monopolies ... the private owners cannot for long be left in their ownership." (W.H. Beveridge: Full Employment in a Free Society. A report, London 1944).

Denne tankegang betyder i virkeligheden, at hvis beslutningstagerne på markedet ikke viser tilstrækkelig disciplin, må man ende i et planøkonomisk system som det kommunistiske – centraliseret lønfastsættelse og afskaffelse af privat ejendomsret.

Det andet grundsynspunkt, som prægede den økonomiske tankegang i 1960'erne, bygger på den såkaldte Phillipskurve-forestilling, hvorefter der er et forudsigeligt forhold mellem beskæftigelsesgrad og inflation.

Erfaringerne havde peget på en sammenhæng mellem arbejdsløshed og inflation. Hvis arbejdsløsheden voksede, blev inflationen mindre og omvendt.

I den økonomiske politik står man derfor ifølge teorien over for et ret enkelt valg – nemlig den kombination af beskæftigelsesgrad og inflation, som findes optimal.

Det tredje synspunkt er mindre skarpt.

Man kunne ikke regne med, at de økonomiske relationer er så enkle, som ovenfor antaget.

Beslutninger bliver ikke truffet autonomt af ledelser, og der er ikke noget forudsigeligt „trade-off" eller bytteforhold mellem beskæftigelsesgrad og inflation.

Der eksisterer en kompliceret relation mellem ledelse af fagforeninger og medlemmerne og ligeså en række faktorer, der øver indflydelse på varepris-dannelsen. Der opstår let spændinger og interessemodsætninger.

Hvis konflikten skal mildnes, må der skabes en sådan forståelse for betydningen af fuld beskæftigelse, at det trænger ned i den almindelige bevidsthed og dermed påvirker den enkeltes adfærd.

I forbindelse med debatten om oprettelse af et økonomisk råd her i landet blev det anført, at man trængte til en opinionsdannende faktor, der kunne påvirke institutioner, organisationer og måske offentligheden i almindelighed.

„Organisationernes ledelse er næppe det svageste led i samordningspolitikken. Det er forholdet mellem ledelsen og medlemmerne. Ikke mindst her har man lov til at håbe, at saglig oplysning på lang sigt vil bære frugt." (Berlingske Tidende, 7. november 1961).

Det skulle vise sig, at ingen af disse grundsynspunkter eller modeller afspejlede virkeligheden i tilstrækkelig grad.

Med hensyn til instrumenterne var der ret udbredt enighed om, at man skulle søge at udforme en samordningspolitik ved hjælp af finanspolitik, pengepolitik og en eller anden form for indkomstpolitik som bærende elementer.

Der var i almindelighed stor tillid til finanspolitikkens duelighed som instrument til at styre den samlede efterspørgsel, mens der var betydelig usikkerhed eller uenighed om pengepolitikkens virkning og om indkomstpolitikkens anvendelighed.

Finanspolitikken blev betragtet som det nye instrument, som man gik ud fra kunne anvendes fleksibelt efter konjunktursituationen, men det viste sig hurtigt, at det var næsten umuligt at stramme, når der først var slækket. Det gjaldt ikke mindst, når der var ændret på satserne i systemet – f.eks. skattesatser, satser for arbejdsløshedsunderstøttelse, pensioner etc. Det var et tungt instrument at arbejde med.

Indkomstpolitik – eller hvad nogle foretrak at kalde lønpolitik – blev gjort til genstand for utallige betænkninger og rapporter både nationalt og internationalt.

Der blev arbejdet med forskellige fremgangsmåder.

Én mulighed var at fastsætte priser og lønninger, en anden at true med en eller anden form for repressalier – bøder, hvis bestemte grænser blev overtrådt, anvendelse af skatter etc. – og en tredje at appellere til forståelse og medansvar.

Varianter af disse modeller blev forsøgt i så at sige samtlige OECD-lande i

den periode, der behandles her. Man kan ikke sige, at der udkrystalliseredes nogen klar anvisning på, hvorledes denne overtalelsens kunst skulle realiseres. I Appendiks 1 er der for Danmarks vedkommende givet en oversigt over indkomstpolitiske tiltag gennem perioden.

Endelig er der pengepolitikken, hvor vurderingen er gået fra den ene yderlighed til den anden i takt med den frigørelse, der satte ind i de fleste lande fra omkring 1950. Under krigen var pengepolitikken som hovedregel indrettet på at støtte en billig finansiering af udgifterne til krigsførelsen. Der var blandt politikerne i almindelighed stor modstand mod, at renten på den betydelige statsgæld skulle stige og dermed vanskeliggøre budgetproblemerne.

Denne binding af pengepolitikken blev efterhånden løsnet.

Fra et pengepolitisk synspunkt er det af betydning at have en forestilling om, hvorledes en ændring af centralbankens lånevilkår forplanter sig gennem pengeinstitutternes udlån til de væsentlige størrelser i økonomien, dvs. de forskellige grupper af investeringer - anlæg, boliger, produktionsudstyr, lagre etc. - og til forbruget, herunder især køb af varige forbrugsgoder.

Der var ikke og er stadig ikke nogen klar forståelse af denne transmissionsmekanisme.

To skoler har stået over for hinanden.

Den ene med støtte i keynesiansk tænkning, men med rødder længere tilbage i tiden, betragtede pengepolitikken som værende af underordnet betydning.

Renten havde nok en virkning på investeringerne og dermed på den samlede efterspørgsel, men virkningen var diffus og ikke nær så præcis som finanspolitikken.

Dette synspunkt fandt sit mest prægnante udtryk i den engelske Radcliffe-rapport fra 1959, hvor det bl.a. hedder, at pengepolitikken ,,... can help, but that is all'' og mere centralt ,,Monetary measures are aimed at the level of demand, but by their nature, they are incapable by themselves of having an effect sufficiently prompt and far-reaching for their purpose, unless applied with a vigour that itself creates major emergency.'' (Committee on the Working of the Monetary System. Report, London 1959).

Uanset at disse sætninger ikke lyser ved deres klarhed, afspejler de utvivlsomt en dominerende holdning til pengepolitikken, som kan karakteriseres som følger.

Renteniveauet kan fastlægges autonomt af de pengepolitiske myndigheder, men inden for et begrænset udsvingsområde er virkningerne uklare. Hvis man virkelig vil anvende store renteudsving, skabes der kaotiske forhold, fordi f.eks. en kraftig renteforhøjelse vil standse boliginvesteringer og erhvervsinvesteringer, som regnes for de mest rentefølsomme områder, mens f.eks. offentlige investeringer og lån til forbrug vil være forholdsvis uberørte.

Markedsmekanismen vil fremkalde en - efter en politisk vurdering - uhensigtsmæssig virkning på investeringerne og dermed beskæftigelsen på specielle områder.

Pengepolitikken skal med andre ord skubbes i baggrunden, og renten anvendes med stor forsigtighed.

Det var klart et synspunkt, der appellerede til store dele af det politiske system, fordi en lav rente betød, at finansieringen af den store statsgæld fra krigens tid og de favoriserede investeringer - f.eks. boliger og visse offentlige investeringer - blev gjort uproblematisk.

Den anden skole, der gennem perioden vandt stigende tilslutning, er knyttet til kvantitetsteorien, som lægger stor vægt på udviklingen i pengeforsyningen, der antages at have en klar virkning på inflationen.

Ifølge denne tankegang måtte pengepolitikken indtage en central placering i det omtalte triumvirat af instrumenter i den økonomiske politik.

Der var dog ej heller her nogen klar forståelse af transmissionsmekanismen og i særdeleshed ikke af det tidsmæssige forløb - dvs. hvor lang tid, der ville gå fra en ændring i pengemængden til den endelige virkning på prisniveauet.

Uanset om man lænede til den ene eller den anden skole, var der i de fleste lande et udbredt ønske om at effektivisere pengepolitikken ved at gøre dens virkninger mere præcise og forudseelige.

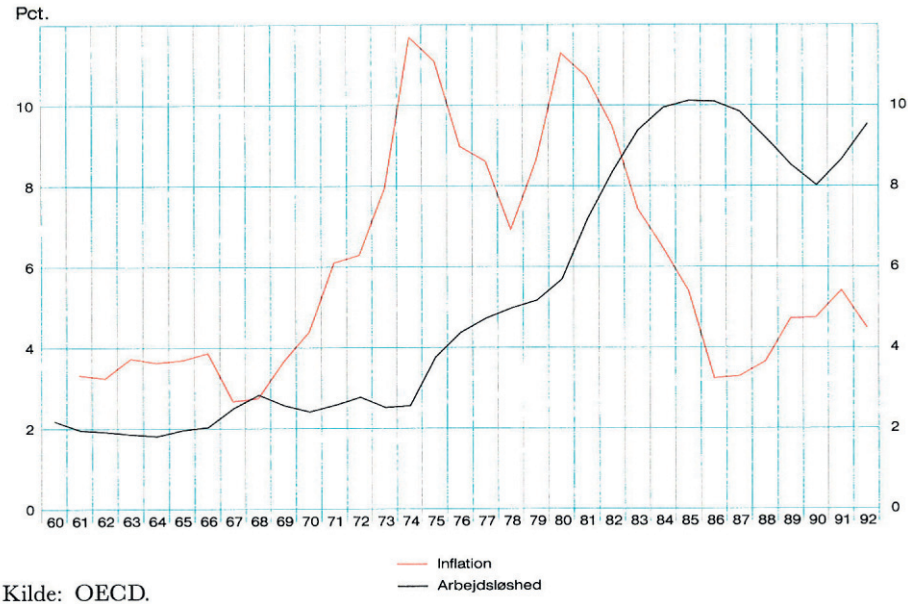
Det ligger bag de talrige forsøg på at supplere eller endog erstatte det markedsmæssige renteinstrument med en eller anden form for mængdemæssig begrænsning.

Vurderingen af de tre elementer i den økonomiske politik blev summeret op på følgende måde i 1965:

,,Indtil videre må det dog være rigtigt at vurdere treklangen i den økonomiske politik således: Man kan med forholdsvis stor sikkerhed vurdere virkningen af finanspolitiske indgreb; til gengæld er det erfaringsmæssigt særdeles tungt at ændre finanspolitikken - især når der skal strammes. Pengepolitikken er langt lettere at ændre på; til gengæld er det vanskeligere at vurdere dens virkninger. Indkomstpolitikken - det sidste skud på stammen - er overordentlig vanskelig at gennemføre, og det er tillige vanskeligt at vurdere virkningerne af den. Man kan således ikke beskylde mig for at tegne et overoptimistisk billede af mulighederne for at etablere en tilfredsstillende økonomisk politik, der tilgodeser hensynet til både beskæftigelse, vækst, prisstabilitet og betalingsbalance, men det betyder naturligvis, at man må gøre sig endnu mere umage for at nå et resultat.'' (21. oktober 1965).

Målsætningerne - fuld beskæftigelse og stabile priser - var det centrale i efterkrigstidens økonomiske politik, og den konflikt, der viste sig at være mellem dem, blev et dominerende problem i alle de lande, der hører til vor

Figur I.1 Europæisk inflation og arbejdsløshed 1960-1992



Kilde: OECD.
Anm.: Prisstigningstakt – målt ved år-til-år vækst i forbrugsdeflatoren – og arbejdsløshedsprocent i de europæiske OECD-lande. Forbrugsdeflatoren er beregnet ved sammenvejning af de enkelte landes forbrugsdeflatorer. Som vægte er anvendt landenes andele af det samlede europæiske privatforbrug i 1987.

økonomikreds – OECD-området. Den vægt, der blev lagt på det ene eller det andet mål, ændrede sig gennem perioden.

I figur I.1 illustreres udviklingen siden 1960 for de europæiske OECD-lande.

Perioden falder i tre faser.

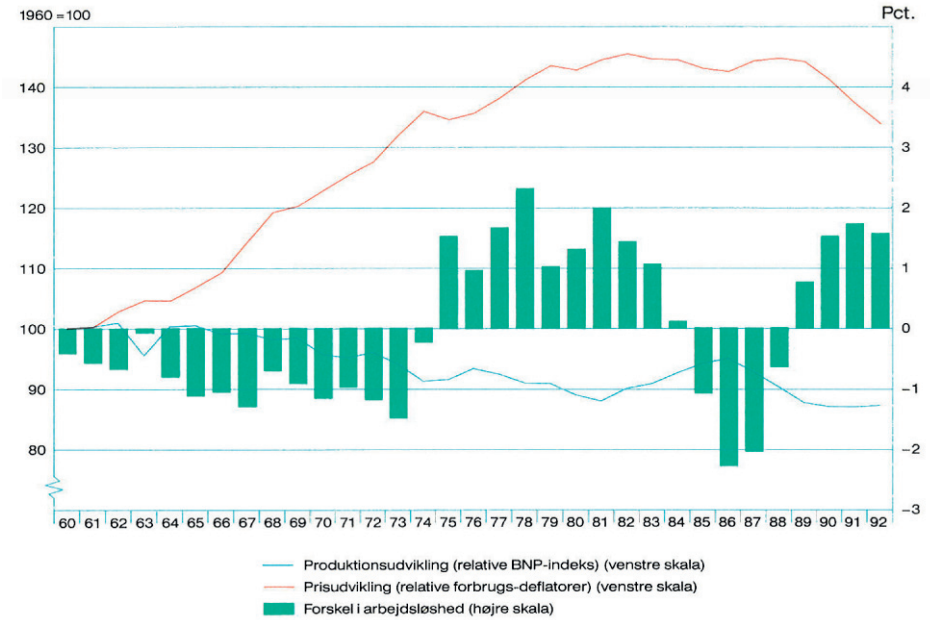
Den første er 1960'erne, hvor arbejdsløsheden ligger på 2-3 pct. og inflationen på 3-4 pct., altså hvad mange havde forestillet sig realistisk på basis af den tidligere omtalte Phillips-relation. Der er dog tendens til en vis stigning i arbejdsløsheden mod slutningen af tiåret.

Tabel I.1 Inflation og arbejdsløshed i Danmark og det øvrige OECD-Europa

	1960-70		1970-80		1980-92	
	Europa	Danmark	Europa	Danmark	Europa	Danmark
Inflation, pct.	3,5	5,6	8,7	10,4	5,7	5,2
Arbejdsløshed, pct.	2,2	1,4	3,8	4,1	8,8	9,2

Kilde: OECD og Danmarks Statistik.
Anm.: Inflationen er opgjort som væksten i forbrugsdeflatoren, arbejdsløsheden som procent af arbejdsstyrken.

Figur I.2 Produktion, priser og arbejdsløshed 1960-1992
Danmark i forhold til de øvrige europæiske OECD-lande



Kilde: OECD og Danmarks Statistik.

I 1970'erne sker der først en voldsom stigning i inflationen til omkring 12 pct., og herefter begynder arbejdsløsheden at klatre opad. Det var den meget omtalte stagflationsperiode, hvor der både var kraftige prisstigninger og stor ledighed.

I 1980'erne kommer inflationen gradvis ned på 4-5 pct., mens arbejdsløsheden fortsætter opad til intervallet 8-10 pct.

Det er næppe nogen tilfældighed, at denne udvikling var karakteristisk for hovedparten af landene, og at den også prægede Danmark.

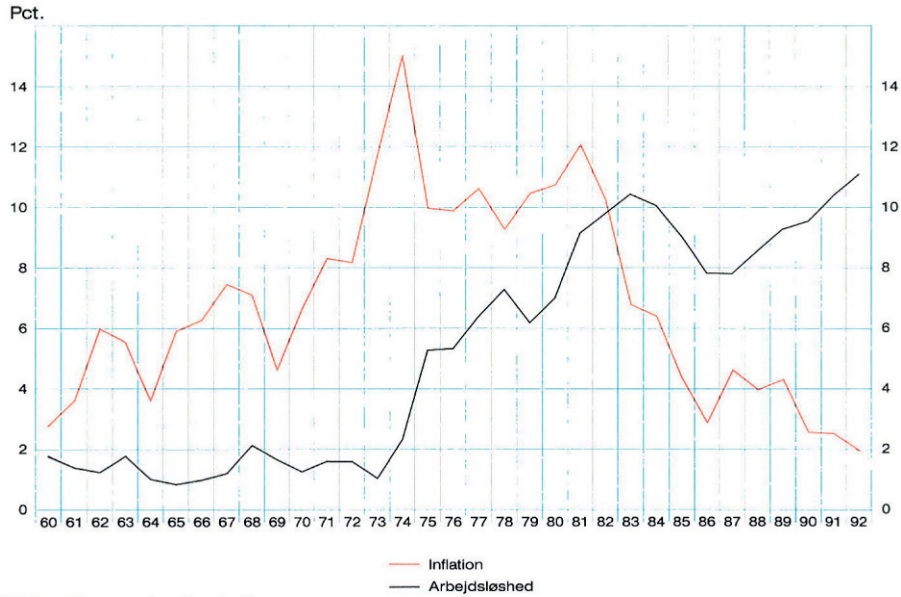
Vel var der afvigelser, som det fremgår af tabel I.1. I visse perioder var vores inflation højere, i andre lavere, og ligeledes med ledigheden.

Mønstret kan måske bedst illustreres ved figur I.2, hvor kurverne angiver den danske udvikling i forhold til den øvrige europæiske.

Denne centrale illustration viser, at væksten i Danmark var en smule lavere end gennemsnittet i Europa – akkumuleret over godt 30 år lidt mere end 10 pct. Inflationen var i 1960'erne og det meste af 1970'erne klart stærkere, men fra slutningen af 1970'erne svarende til gennemsnittet. Fra udgangen af 1980'erne bliver prisstigningerne i Danmark noget svagere end gennemsnittet.

Ledigheden var i perioder større, i andre perioder mindre end gennem-

Figur I.3 Dansk inflation og arbejdsløshed 1960-1992



Kilde: Danmarks Statistik.
Anm.: Prisstigningstakt – målt ved år-til-år vækst i forbrugsdeflatoren – og arbejdsløshedsprocent i Danmark.

snittet. Her må det dog erindres, at den danske ledighedsstatistik teknisk viser noget højere tal end andre landes.

Det væsentlige er, at den internationale udvikling genfindes i det danske mønster, jf. figur I.3. 1960'erne med lav arbejdsløshed, 1970'erne med først fortsat lav ledighed og klart stigende inflation og derefter stigende ledighed. Endelig 1980'erne med kraftigt faldende inflation, men fortsat stor ledighed.

Det danske forløb kan derfor næppe forklares alene ved specifikt danske forhold, da udviklingen har fælles grundtræk.

Den følgende fremstilling, der gennemgår den danske pengepolitiske problemstilling, må ses på denne baggrund.

Den første periode dækker årene 1965-70 – II. Rammestyring og samordning – hvor det blev forsøgt at yde et bidrag til samordningspolitikken ved at få bedre styr på kreditudvidelsen gennem institutterne på penge- og kapitalmarkedet uden at bruge renten fuldt ud til at skabe ligevægt.

Målsætningen for samordningspolitikken blev ikke opnået, og ved slutningen af 1960'erne stod man i en situation, hvor instrumenterne i pengepolitikken havde vist sig ikke at fungere tilfredsstillende, og hvor den manglende stabilitet i den indre økonomi og den stigende udenlandske gæld gjorde

Figur I.4 Rentespænd mellem Danmark og Tyskland 1960-1992

Kilde: Danmarks Nationalbank og IMF.
Anm.: Den korte danske rente: Indtil august 1976 Nationalbankens marginaludlånsrente, fra september 1976 til december 1981 3-mdr. interbankrente, herefter 3-mdr. pengemarkedsrente. Den korte tyske rente: Indtil 1965 interbank deposit, herefter 3-mdr. pengemarkedsrente. Det lange rentespænd er forskellen på kapitalmarkedsrenterne, jf. figur III.4.
Månedsgennemsnit.

det nødvendigt at give valutakurspolitikken en klart større vægt i målsætningen for pengepolitikken.

Dermed måtte renten få større betydning, uanset at de mængdemæssige instrumenter blev skærpet – udlånsloft og ny realkreditlov. Samtidig blev det nødvendigt at lade renten bevæge sig langt stærkere end tidligere.

1970'erne, hvor de internationale bindinger blev stærkere, behandles i III. Brydninger og rådvildhed. Perioden begyndte med accelererende inflation og efterhånden stigende arbejdsløshed. Forsøgene på at føre en aktiv beskæftigelsespolitik lykkedes ikke, da det omgående førte til stigende gældsætning til udlandet. Denne fortsatte selv ved stigende ledighed og skabte et mismod, der mundede ud i afgrundsdebatten og forestillingen om statsbankerot.

Omsvinget kan dateres fra 1980, og selv om der ikke blev fulgt en klar og målbevidst strategi, endte det med, hvad der er beskrevet i IV. Stabilitet med forhindringer.

Pengepolitikkens rolle eller den pengepolitiske problemstilling var delt mellem på den ene side de målsætninger, som mere eller mindre klart præ-

gede den indenlandske økonomiske politik, og på den anden side de relationer til omverdenen, der i stigende grad lagde bånd på udfoldelsesmulighederne – det drejede sig navnlig om de omfattende liberaliseringer og valutakurspolitikken.

Det kan også udtrykkes på den måde, at den gradvise overgang til et markedsorienteret system medførte, at renten kom til at få en mere dominerende rolle i pengepolitikken. Renterelationerne til andre lande kom derfor i stigende grad til at afspejle de fundamentale balanceproblemer i dansk økonomi.

I Appendiks 3 er der gjort rede for, hvorledes den pengepolitiske transmission beskrives i de modeller, der er opstillet i Nationalbanken, og som selvsagt har lighedspunkter med andre modeller.

Der er som nævnt ikke entydige opfattelser af disse sammenhænge.

Det er dog næppe nødvendigt at have en skarp opfattelse af transmissionsmekanismen. Den pengepolitiske stramningsgrad påvirker erfaringsmæssigt pengesystemet over en bred flade.

I figur I.4 er illustreret det korte og lange rentespænd mellem Danmark og Tyskland i perioden 1960-92.

Det ses, at kort og langt rentespænd stort set følges ad, dvs. at den danske udvikling kan illustreres ved begge rentespænd.

Der er periodevis forskelle – eksempelvis i midten af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne – som har særlige årsager, men de grundlæggende spændinger illustreres af begge kurver.

II. Rammestyring og samordning

1. Presøkonomi og finstyring

Dansk økonomi kom forholdsvis sent med i det almindelige opsving efter Den Anden Verdenskrigs afslutning.

Det var først i slutningen af 1950'erne, at væksten kom rigtigt i gang og arbejdsløsheden ned på europæisk niveau.

Der var flere årsager til den langsommere danske udvikling. Landbrugseksporten havde svært ved at ekspandere, bytteforholdet var periodevis ugunstigt, og betalingsbalancen fordrede en stram økonomisk politik, der hæmmede omstillingen til industriproduktion.

Det var et standende diskussionsemne i 1950'erne, om man ved låntagning i udlandet kunne lette presset fra betalingsbalancen på den økonomiske politik og dermed få en kraftigere ekspansion i gang. Der blev i den forbindelse ofte henvist til den norske ekspansionspolitik baseret på udenlandsk låntagning.

Da den danske økonomiske vækst tog til i 1960'erne, og det viste sig muligt uden større besvær at finansiere det underskud på betalingsbalancen, der opstod, var den almindelige politiske holdning, at der var tale om et økonomisk gennembrud, og at det var rimeligt – måske endda hensigtsmæssigt – at lånefinansiere en del af ekspansionen, så længe omstillingen fra landbrug til industri stod på.

Der var dog næppe nogen, der forestillede sig, at gældsætningen skulle stå på i flere årtier.

Den realøkonomiske udvikling er illustreret i figur II.1.

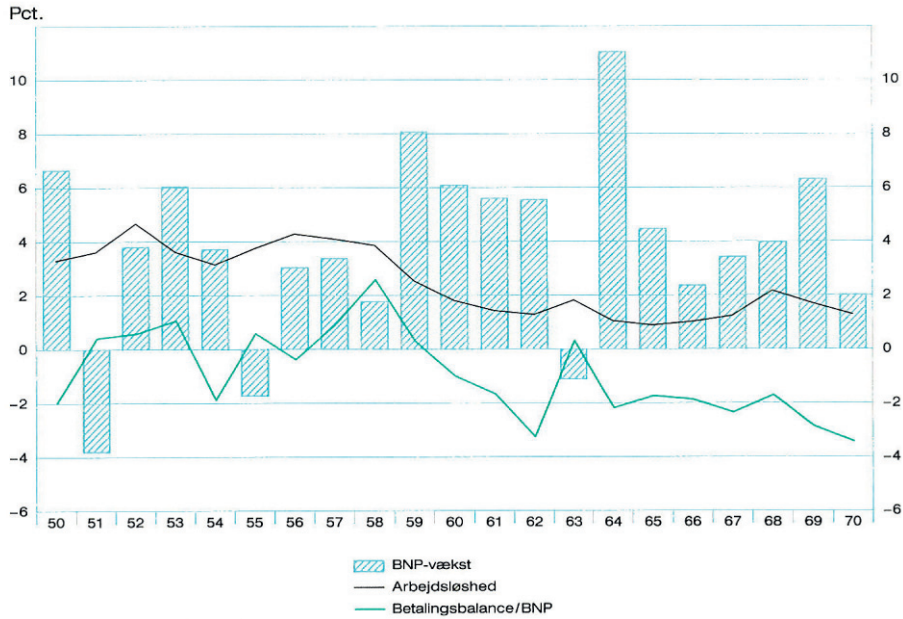
I gennemsnit var væksten 4½ pct. i 1960'erne sammenlignet med 3 pct. i 1950'erne. Arbejdsløsheden kom ned på 1-2 pct. mod 4 pct. i det foregående tiår.

Til gengæld viste betalingsbalancen et opsparingsunderskud på omkring 2 pct. af nationalproduktet, og inflationen var, som tidligere nævnt, jf. figur I.2, side 17, stigende og over det europæiske gennemsnit.

Uligevægten slog altså ud i disse to størrelser, og hovedbestræbelserne i den økonomiske politik gik derfor ud på at bremse prisstigningerne og reducere underskuddet på betalingsbalancen, uden at det måtte gå ud over beskæftigelsen.

Med nutidens sprogbrug var der tale om at skærpe redskaberne i den økonomiske politik, således at en finstyring kunne gennemføres.

Figur II.1 Vækst, arbejdsløshed og betalingsbalance i Danmark 1950-1970



Kilde: Danmarks Statistik.
Anm.: Vækst i bruttonationalproduktet, arbejdsløshedsprocent og saldo på betalingsbalancens løbende poster i procent af bruttonationalproduktet.

Den politiske opfattelse var præget af en styringsfilosofi, der havde forbindelse med den administrative regulering og planlægning, som havde været fremherskende i samtlige lande under og umiddelbart efter krigen, hvortil kom den samhørighedsfølelse eller solidaritet, der havde været til stede. Et af de mest kendte eksempler på dette forhold er den hollandske indkomstpolitik efter krigen. Den havde som sigte at gennemføre en hurtig genopbygning af landet, bl.a. ved en langsom lønstigning. Det førte til omfattende kontrol med lønniveau og lønstruktur, men man kunne alligevel ikke modstå presset fra lønmodtagerne om hurtigere reallønstigning i 1950'erne.

Over for styringsfilosofien stod ønskerne om at afvikle restriktioner og genindføre frihed i forbrugsvalget - en udvikling, der blev stimuleret af det europæiske samarbejde inden for OEEC, der kom i gang på amerikansk initiativ ved Marshall-hjælpen.

Udviklingen gled derfor langsomt og uden store principielle diskussioner i retning af, at detailregulering måtte erstattes af rammestyring, nationalbudgetter, langtidsplaner osv.

Da beslutningerne vedrørende finanspolitik, pengepolitik og løn- og prisudvikling ikke var centraliseret, måtte en koordinering baseret på økonomiske analyser og prognoser søges etableret.

Overalt oprettede man analyseinstitutter, der mere eller mindre klart sigtede mod at højne forståelsen af de økonomiske sammenhænge og påvirke koordineringen af den økonomiske politik.

Bestræbelserne på at skabe et økonomisk forløb, der kunne forene høj beskæftigelse og rimeligt stabile priser, blev anset for at være et af de vigtigste økonomisk-politiske problemer.

I Danmark gik det under navnet samordningspolitik, som havde rødder tilbage til betænkningen fra 1956 om „Samarbejdsproblemer i Danmarks økonomiske politik".

Det Økonomiske Råd, der blev oprettet i 1962, fik som opgave at „... følge landets økonomiske udvikling og at bidrage til at samordne de forskellige økonomiske interesser". Midlet måtte være analyser, som kunne udstikke rammerne for et forløb, der kunne tilfredsstille ønskerne om høj beskæftigelse og rimeligt stabile priser.

Finanspolitikken, pengepolitikken og indkomstudviklingen var i centrum.

Vedrørende indkomstpolitikken blev det hurtigt klart, at lønudviklingen blev tyngdepunktet i problemstillingen, uanset at man gjorde sig alle mulige bestræbelser på at inddrage de andre indkomstkategorier.

Indkomstpolitik omfattede foruden lønudviklingen også prisudviklingen (restindkomsterne) og eventuelt økonomisk demokrati under en eller anden form – medejendomsret, udbyttedeling etc.

De rammer for indkomstudviklingen, der blev udstukket i analyserne, kredsede uundgåeligt om den forventede vækst – som regel omkring 3 pct. om året.

Finanspolitikkens rolle var efter den konventionelle opfattelse at ramme det niveau for den samlede efterspørgsel, der resulterede i den beskæftigelsesgrad, der ønskedes.

Udbygningen af velfærdsstaten var imidlertid et så dominerende ønske – ikke blot i Danmark – at det kom til at sætte den anden målsætning i skygge. Den offentlige sektor ekspanderede i et tempo, som næppe nogen havde forudset.

Pengepolitikken, der blev betragtet som langt svagere i sine virkninger end de to andre, havde via renteniveauet og likviditeten en vis indflydelse på den indre efterspørgsel, men måtte i stigende grad underlægges hensynet til at sikre finansieringen af de voksende underskud på betalingsbalancen.

Man forsøgte sig således med en rammestyring, der var baseret på en hensigtsmæssig grænse for lønstigningerne inden for en indkomstpolitik, som man håbede at kunne skaffe tilslutning til, et niveau for balancen på de offentlige finanser – i denne periode et overskud – og bistand fra pengepolitikken, hvis rolle ikke var så klart defineret.

For pengepolitikkens vedkommende blev der dog fra 1965 også tale om at forsøge med en rammestyring, hvor der efter forhandlinger mellem Natio-

Tabel II.1 Udvikling i visse strategiske størrelser 1960-70

	Politikvariable			Resultatstørrelser		
	Timeløn i industri og håndværk	Offentlig budget-saldo	Udlån i banker og sparekasser	Pris-udvikling (forbrugs-deflator)	Arbejds-løshed	Saldo på betalings-balancens løbende poster
	Stigning pct. p.a.	Pct. af BNP	Stigning pct. p.a	Stigning pct. p.a.	Pct. af arbejds-styrken	Pct. af BNP
1960	7,0	3,1	14,9	2,8	1,8	- 1,0
1961	11,2	0,2	11,1	3,6	1,4	- 1,7
1962	10,2	1,2	12,2	6,0	1,3	- 3,3
1963	8,1	3,1	7,9	5,5	1,8	0,3
1964	7,9	2,6	15,1	3,6	1,0	- 2,2
1965	11,9	2,3	9,2	5,9	0,9	- 1,7
1966	12,3	2,5	15,0	6,3	1,0	- 1,9
1967	9,2	1,7	8,9	7,4	1,2	- 2,4
1968	11,1	2,1	8,7	7,1	2,1	- 1,7
1969	11,2	1,4	15,0	4,6	1,7	- 2,9
1970	11,3	2,8	6,8	6,6	1,3	- 3,4

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

nalbanken og organisationerne på penge- og kapitalmarkedet blev aftalt en målsætning for den samlede kreditudvidelse inden for de forskellige institutters områder. Samtidig forsøgte man at udvikle instrumenter, der kunne opfylde denne målsætning.

Samordningspolitikken gik ikke, som man havde håbet – hverken i Danmark eller i andre lande. Instrumenterne viste sig at være for svage eller for ubehagelige at anvende.

Hovedtrækkene i den danske udvikling er vist i tabel II.1, der indeholder en oversigt over visse centrale politikvariable – lønstigning, offentlige finanser og kreditudvidelse – og resultatstørrelserne – inflation, arbejdsløshed og betalingsbalance.

De forskellige udtryk for finanspolitikkens stramhedsgrad er behandlet særskilt i Appendiks 2.

Det fremgår af tabellen, at man ikke nåede sigtet med samordningspolitikken, idet inflation, målt ved forbrugsdeflatoren, og betalingsbalance bevægede sig i den gale retning, hvorimod der i så at sige hele perioden var fuld beskæftigelse.

En stabiliserende politik måtte forudsætte en mentalitetsændring hos agenterne i økonomien – både hos ledere og organisationsmedlemmer – som måske nok for mange i samtiden og flere i eftertiden kan forekomme naiv. Den byggede som nævnt bl.a. på samhørighedsfølelsen under krigen.

De følgende afsnit behandler især, hvorledes pengepolitikken i 1960'erne blev søgt indplaceret i samordningspolitikken, men måtte skilles ud igen af hensyn til valutakurspolitikken.

2. De nye instrumenter

Det pengepolitiske bidrag til samordningspolitikken blev drøftet med regeringen omkring årsskiftet 1964-65. Statsminister Jens Otto Krag havde under personlige samtaler givet udtryk for, at han var positivt indstillet over for et ønske om at gennemføre en bemyndigelseslovgivning, indeholdende kassereserveregler/deponeringsregler for banker og sparekasser, men havde ikke illusioner om, at det kunne gennemføres i Folketinget. Han havde især hæftet sig ved muligheden af at få De Konservative med på tanken, se også R.M., p.73.

Han var enig i, at det ville være nyttigt at få mere styr på udlånsstigningen gennem pengeinstitutterne. Det havde gennem årene været et tilbagevendende tema i Nationalbankens argumentation, at det ville være ønskeligt at styrke det pengepolitiske instrumentarium med deponeringsregler for at få bedre hold på udlånsudviklingen.

Ønskerne var blevet fremsat, uanset at det nok måtte forventes, at en eventuel bemyndigelseslovgivning ville lægge den endelige beslutning om indførelse eller ændring af reglerne under regeringens autoritet og dermed indføre en deling af ansvaret for pengepolitikken.

Det må dog tilføjes, at det var den almindelige erfaring, at deponeringsbestemmelser ikke havde nogen særlig markant betydning som styringsinstrument for udlånsekspansionen i de lande, der anvendte dem. Dette gjaldt i særdeleshed på kort sigt. Derimod spillede de nok en vis rolle som en latent trussel, hvis ekspansionen blev for stærk.

Som det ses af tabel II.1, havde kreditudvidelsen gennem banker og sparekasser været så stor i de foregående år og specielt i 1964, at man med fuld ret kunne sige, at den stramning af likviditeten, der var gennemført, ikke havde haft nogen mærkbar virkning som bremse.

Ved møderne i januar og februar 1965 mellem pengeinstitutternes organisationer og Nationalbankens direktion blev det derfor stærkt understreget, at man ikke fra pengesystemets side kunne kritisere det økonomiske forløb, når man ikke selv var i stand til at bidrage til en opbremsning.

Det var uacceptabelt for Nationalbanken, at en likviditetsstramning ikke havde noget resultat.

Man stod derfor over for et valg. Enten måtte der strammes endnu hårdere på likviditeten, eller der måtte opstilles en ramme for en forsvarlig kreditudvidelse, som så blev overholdt. Hvis man ikke kunne nå en sådan forståelse med pengeinstitutterne, måtte Nationalbanken søge at opnå

en bemyndigelseslovgivning indeholdende deponeringsregler. Selv om det måske ikke ville lykkes umiddelbart, ville banken blive ved med at presse på.

Der opnåedes enighed om at lade Nationalbanken udarbejde et forslag til en aftale. Dette byggede på et princip om, at et pengeinstitut kun måtte anvende f.eks. 80 pct. af sin indlånsstigning til udlån eller køb af værdipapirer. Sigtet var altså at lave et markedskonformt system, der reducerede udlånskapaciteten - den såkaldte kreditmultiplikator - men opretholdt incitamentet til at konkurrere om indlånene.

Under hektiske forhandlinger med pengeinstitutternes organisationer hævdede disse bl.a., at de ikke kunne påtage sig et egentligt ansvar for kontrol med kundernes træk på de bevilgede kreditter og dermed udlånsekspansionens størrelse, men nok ville være villige til at drøfte den og at gå ind på en deponeringsforpligtelse som middel til at opnå en begrænsning af udlånsekspansionen. I princippet ville det føre til samme resultat under forudsætning af, at pengeinstitutterne havde styr på kreditbevillingerne, og at udnyttelsesgraden ikke var stærkt variabel.

Nationalbanken påtog sig til gengæld at tilføre systemet rimelig likviditet, undlade at anvende aftalen til at føre selektiv kreditpolitik - bortset fra generelle henstillinger - samt at afstå fra at søge gennemført lovgivning om kassereserveregler eller lignende.

Der blev ikke forhandlet om de enkelte elementer i aftalen på den måde, at den ene part fremførte visse krav og den anden andre.

Forslaget var udformet af Nationalbanken med det sigte at undgå gnidninger om uvæsentlige forhold.

Selektiv kreditpolitik blev ofte opfattet som et ønske om at få en mere detaljeret indflydelse på kreditformidlingen.

Der havde i den almindelige debat været tanker om at udforme egentlige forskrifter vedrørende kreditgivning til bestemte formål, men det var ikke mundet ud i konkrete forslag.

Nationalbanken fandt ikke denne begrænsning særlig betydningsfuld, da forsøg på selektiv kreditpolitik i 1950'erne generelt havde vist sig at være uegnede.

Man kan godt opstille en række gode målsætninger for kreditgivningen, men det er i praksis umuligt at kontrollere deres gennemførelse i de enkelte institutter, og det er heller ikke muligt at kontrollere alternative kreditkanaler. Det gælder ikke mindst den ofte debatterede afbetalingshandel.

Et af de mest omfattende og bedst studerede eksempler dengang var det amerikanske Voluntary Credit Restraint Program fra 1951, hvor kreditgivningen under Korea-krigen skulle prioriteres efter omfattende grupperinger og efter formål. Systemet opretholdtes kun kort tid.

Imod forventning skulle det dog vise sig, at uenighed om dette spørgsmål

kom til at spille en væsentlig rolle igennem 1970'erne i forholdet mellem socialdemokratiske ministre og Nationalbanken.

Forpligtelsen til ikke at søge en bemyndigelseslovgivning vedrørende deponeringsregler, så længe aftalen var gældende, forekom naturlig.

Det centrale punkt var, at Nationalbanken gav tilsagn om at tilføre rimelig likviditet, men selvsagt under forudsætning af, at systemet fungerede efter hensigten.

Dette tilsagn virkede beroligende – måske i for høj grad.

Efter traditionel tankegang vil det være let at kalde et sådant tilsagn om at tilføre likviditet for en sovepude for pengeinstitutterne. Det er baseret på de almindelige kreditudvidelsesmodeller, hvor institutternes udlånskapacitet er begrænset af deres primære likviditet, og kassebrøken – eller forholdet mellem kassebeholdning og indskud – er den afgørende faktor.

Under nutidens forhold gælder denne mekanik ikke så klart. Kassebeholdningen påvirkes af store udsving i statsfinanserne og virkninger fra betalingsbalancen. Allerede dengang var disse ofte uforudsigelige og havde ikke nogen direkte forbindelse med kreditekspansionen. Institutterne følte sig fritaget for at reagere mekanisk på sådanne udsving.

Det er overalt blevet en centralbankopgave at udjævne likviditetssvingninger – herunder yde lån, når det er nødvendigt – og det har medført, at pengeinstitutternes reaktionsmønster har ændret sig.

Det centrale forhold var, at man måtte erkende, at de klassiske regler, hvor kreditudvidelsen blev afpasset efter kassebeholdningen, ikke længere fungerede.

,,Udviklingen var nået til det punkt, hvor vi i Nationalbanken måtte sige, at enten måtte vi genindføre de klassiske regler, eller også måtte der indføres et nyt handlemønster i forholdet mellem bankerne og Nationalbanken'', hvor ,,... hver part erkender sin del af ansvaret for pengepolitikken...'' (9. maj 1965).

Tyngdepunktet var at enes om og gennemføre en ramme for udlånsekspansionen. Deponeringen var et af midlerne til at opnå resultatet, men ikke det eneste. Forpligtelsen til at arbejde for målsætningen var lige så vigtig.

Nationalbanken foretrak derfor at bruge udtrykket udlånsaftalen og ikke deponeringsaftalen, som er den betegnelse, der anvendes hyppigst.

Det grundlæggende i aftalerne var, at ,,Samarbejdet udspringer af den erkendelse, at banker og sparekasser har et medansvar for pengepolitikken og er villige til at påtage sig et sådant medansvar''. Man må derfor ,,... ikke glemme, at vi hellere anvender udtrykket ,,udlånsaftale'' om samarbejdet end deponeringsaftale. Hensigten er, at det centrale må være at sigte mod den grad af udlånsudvidelse, som er forenelig med økonomisk stabilitet. Deponeringssatserne er et middel til at nå dette mål, men ikke et mål i sig selv.'' (12. maj 1966).

Det lå i tiden, at der blev gjort forsøg på en bedre styring af kreditudvidelsen, men der var ingenlunde nogen blind tro på, at det ville være let at realisere målsætningen.

Den var et forsøg værd, men som det blev sagt „... tro endelig ikke, at det kommer til at gå som et urværk!" (5. april 1965).

Aftalen blev i almindelighed anset for et fremskridt i retning af at styrke pengepolitikken, ikke mindst fordi den lagde stor vægt på motivationen til at overholde målsætningen og mindre vægt på de mekaniske regler.

Det var mere væsentligt at markere et fælles ansvar for at bidrage til en stabiliseringspolitik end at etablere en interessebetonet aftale. Derfor var der enighed om at fortolke aftalen ud fra dens formål og om at etablere et positivt samarbejde om pengepolitikken.

Det andet nye instrument, obligationsrationeringen, gav anledning til langt større vanskeligheder.

Under forhandlingerne om udlånsaftalen havde det været et stadigt omkvæd fra bankers og sparekassers side, at de obligationsudstedende institutter nu var mere ekspansive end tidligere og ville kunne overtage den kreditekspansion, som blev bremset, og så var man lige vidt.

Hertil måtte svares, at kreditgivningen på dette område var bestemt af renteforholdene, og at Nationalbanken principielt ikke havde noget ansvar for obligationsrentens højde.

Renten steg kraftigt i begyndelsen af 1965, bl.a. som følge af stigningen i byggeriet, og det gav anledning til stor utilfredshed fra regeringens side. Det var især økonomiminister Henry Grünbaum, der lagde pres på Nationalbanken, uanset at han måtte erkende, at banken ikke kunne støtte obligationsmarkedet i stor stil. Han ønskede, som så mange senere, et resultat – midlerne måtte Nationalbanken finde ud af.

Det var således ikke relationerne til udlånsaftalen, men den politisk uacceptable udvikling på obligationsmarkedet, der førte til aftalerne af juni 1965 mellem Nationalbanken og de obligationsudstedende institutter om obligationsrationeringen. Aftalerne gik ud på at lægge midlertidigt loft over realkreditinstitutternes obligationsudstedelse og dermed deres udlån. Forløbet er beskrevet detaljeret i R.M., p.78ff.

Da disse aftaler var mere kontroversielle end udlånsaftalerne og har været gjort til genstand for forskellige fortolkninger, kan det være nyttigt at gøre klart, hvad hensigten var.

Den ubesværede adgang til at opnå kredit gennem realkreditsystemet, der er enestående for Danmark, skønnedes at være medvirkende til en vis stigning i såvel forbruget som investeringerne – altså en forøgelse af opsparingsunderskuddet.

Det blev formuleret på den måde, at den lette adgang til at opnå lån „... i

disse år bidrager til, at efterspørgslen til forbrug og investeringer stiger stærkere end foreneligt med den økonomiske balance.

Denne udvikling er blevet forstærket ved, at kredit- og hypotekforeningerne har ændret deres låneudmåling fra den meget forsigtige praksis i 1950'erne til den rigelige låneudmåling i dag.

I den nuværende situation virker systemet således ikke hensigtsmæssigt set fra et pengepolitisk synspunkt, og jeg vil derfor henstille til kredit- og hypotekforeningernes ledelser, at man i den udstrækning, det er muligt, holder igen ved udmålingen af lånene, bortset fra lån til nyt boligbyggeri, hvor den samlede belåning til syvende og sidst afgøres af lånepraksis vedrørende tredieprioriteterne." (20. maj 1965).

Hensigten var således ikke bare at påvirke obligationsudstedelsen, men den underliggende opsparings-investeringsbalance. Sådanne henstillinger og eventuelt direkte kvantitativ kontrol var også kendt i andre, selv liberalistisk indrettede lande, som Schweiz og USA, der tidligere havde indført obligationsrationering.

I første omgang havde det i marts 1965 været forsøgt at opnå en egentlig aftale, hvorefter foreningerne skulle være tilbageholdende med vurderingerne, således at tillægslån og erhvervslån ikke blev udmålt så rigeligt – som ovenfor nævnt var lån til boligbyggeri reguleret ved tredjeprioritetsinstitutterne.

En sådan aftale eller forståelse var blevet afvist fra organisationernes side, og den ovenfor citerede henstilling var derfor nærmest et slag i luften, men gav udtryk for Nationalbankens principielle indstilling.

Det viste sig imidlertid ved samtaler foranlediget af Krag og med deltagelse af den radikale Karl Skytte, at obligationsrenten havde nået et niveau, der var politisk uacceptabelt. Den stigende rente skabte formentlig pres på politikerne fra boligsektoren og landbruget.

Nationalbanken måtte efter de udtalelser, der var kommet fra institutterne, afvise en egentlig aftale, da der ikke var en tilstrækkelig positiv indstilling.

Hvis en begrænsning af långivningen skulle opnås, måtte det ske ad lovgivningens vej.

Da truslen kom i form af et lovforslag, som Nationalbanken støttede, gjorde institutterne om og var nu villige til at indgå en aftale. Banken kom derefter under stærkt politisk pres for at realisere denne løsning og accepterede den, uanset at det med den beskrevne baggrund ikke forekom tillokkende.

Essensen i aftalerne blev, at man forsøgte at bremse tillægslån og erhvervslån.

Herefter var der etableret to nye aftalekomplekser, der skulle yde deres bidrag til at finstyre stabiliseringspolitikken.

Det gik ikke efter hensigten.

3. Skuffede forventninger

Til at begynde med var der udbredt håb om, at den fornødne stabilisering kunne opnås med samordningspolitikken, men på alle tre politikområder gik det langt fra som forventet.

For indkomstpolitikkens vedkommende var der allerede i efteråret 1965 givet udtryk for nogen skepsis, som blev kraftigt forstærket i foråret 1966, hvor det hed:

,,Det kan dog ikke skjules, at tilslutningen til indkomstpolitikken er blevet svækket betydeligt i det sidste år, hvor indkomststigningerne for de fleste lønmodtagergrupper ligger på 12-15 pct., hvilket langt overstiger, hvad der er plads til.'' (1. april 1966).

Det skyldtes først og fremmest, at den økonomiske politik ikke var tilstrækkelig stram, ,,... hvorved organisationslederne kom i den uholdbare situation, at medlemmerne selv kunne skaffe sig større lønstigninger end den ramme, man havde fastlagt ud fra samfundsøkonomiske hensyn.'' (ibid.).

Det var klart indkomstpolitikkens akilleshæl.

Situationen forværredes betragteligt i løbet af 1966 og ind i 1967.

Finanspolitikken var generelt ekspansiv og blev yderligere lempet i 1967, jf. Appendiks 2. Også pengepolitikken svigtede, idet udlånsstigningen kom op på 15 pct. eller det samme som i 1964, jf. tabel II.1.

I virkeligheden måtte det konstateres, at aftalesystemet ikke fungerede i 1966-67.

Man kunne ikke komme ,,... uden om, at et af de forhold, der svigtede i 1966, var pengepolitikken. Der er en naturlig tendens til at lade skylden gå forbi sin egen dør, men jeg tror ikke, vi i denne situation kan benægte, at udlånsaftalen ikke fungerede efter sin hensigt i andet halvår 1966 - og for den sags skyld heller ikke i første kvartal 1967.'' (18. maj 1967).

Hvis man skulle være ,,... helt skarp, kan man sige, at bankerne har lånt i Nationalbanken til at opfylde deres deponeringsforpligtelse'' (ibid.).

Bankerne benyttede igen argumentet om, at de ikke kunne styre udnyttelsesgraden af lånetilsagnene, men det måtte tilbagevises.

Deponeringssatsen for stigning i indlånene var 20 pct., og man måtte derfor sige at ,,... de banker, der i de forløbne to år har forøget deres udlån med mere end 80 pct. af deres indlånsstigning, ikke har ydet et tilstrækkeligt bidrag til opfyldelsen af aftalen.

Vi er naturligvis fuldstændig klare over, at en sådan målsætning ikke kan opfyldes på decimal. Så fint kan man ikke styre, men der bør ikke være tvivl om, at dette må være hovedsigtet med aftalen.'' (ibid.).

Udlånsstigningen havde altså akkommoderet efterspørgselspresset, og lånemulighederne i Nationalbanken havde gjort det smertefrit for pengeinstitutterne at imødekomme låneefterspørgslen.

Herefter blev udviklingen i udlånene mere moderat, og allerede i efteråret

1967 kunne det konstateres, at målsætningen nu blev opfyldt i rimelig grad, men rigtignok hjulpet af en vis afdæmpning af efterspørgslen.

Til gengæld led indkomstpolitikken et yderligere skibbrud i 1967 i forbindelse med devalueringen i november.

Forhistorien og forløbet af forhandlingerne er beskrevet udførligt i R.M., p.106ff.

Her er det tilstrækkeligt at pointere, at dansk stillingtagen ved en devaluering af det engelske pund havde været drøftet i flere år mellem regering og nationalbank. Det havde været en klar målsætning at undgå at følge en engelsk devaluering.

Uanset beundringen for engelsk lederskab under krigen var det åbenbart, at den politiske styrke var aftaget, og at man måtte anse nødvendigheden af de tilbagevendende internationale støtteaktioner for sterling som udtryk for en fundamental svækkelse af engelsk økonomi.

Danmark måtte derfor ud af den kreds af lande, der mere eller mindre automatisk fulgte den engelske valutakurspolitik.

Til trods herfor blev beslutningsprocessen overordentlig usammenhængende og uorganiseret, da den engelske devaluering blev meddelt den 18. november 1967.

Det skyldtes først og fremmest, at Krag instinktivt følte, at det ville lette de økonomiske problemer at følge England fuldt ud. Han overtog egenhændigt ledelsen af forhandlingerne, og ingen af hans ministre, endsige embedsmænd, turde gå imod, hvorved der opstod et vakuum omkring ham.

En af vanskelighederne var, at S-SF flertallet skulle stå bag den for lønmodtagerne ubehagelige følgelovgivning, der bl.a. indebar en reallønssænkning, som var nødvendig, hvis der skulle være mening i en devaluering.

Da regeringen ifølge lovgivningen skulle forhandle med Nationalbanken om en valutakursændring, måtte det gøres klart for Krag, at banken ikke ville kunne anbefale så stor en devaluering. På dette punkt ville der derfor opstå et modsætningsforhold mellem regering og nationalbank.

Efter ret intensive og til tider skarpe drøftelser blev resultatet en devaluering af kronen i november 1967 med 7,9 pct. eller godt det halve af den engelske. Dette var i overensstemmelse med de tidligere overvejelser, og Nationalbanken kunne tilslutte sig, ligesom det var „... sagligt rigtigt at slette den pristalsregulering, der følger af devalueringen" (22. november 1967), således som regeringen foreslog. Den prisstigning, der fulgte af devalueringen, skulle altså ikke forplante sig til lønningerne. Sigtet var en sænkning af reallønnen.

Forslagene faldt imidlertid i Folketinget. Der måtte udskrives valg, og man stod således tilbage med en devaluering uden følgeforanstaltninger og et mislykket forsøg på i Folketinget at få gennemført en indkomstpolitisk følgelovgivning.

Lønmodtagerorganisationerne havde været villige til at acceptere en realløsnedgang derved, at den nævnte pristalsregulering blev slettet, men da dette havde ført til regeringens fald, blev det ofte sagt, at herefter ville indkomstpolitik i lang tid være vanskelig for ikke at sige umulig.

Den nye VKR-regering, der blev dannet i begyndelsen af 1968, havde som en væsentlig målsætning at skabe plads til en pengepolitisk løsgørelse ved, at finanspolitikken blev holdt i strammere tøjler.

Man kan roligt sige, at dette ikke lykkedes, idet finanspolitikken blev ekspansiv i højkonjunkturåret 1969, jf. Appendiks 2, men det gav anledning til betydelige spændinger, fordi regeringen ikke ønskede, at en pengepolitisk stramning kom til at demonstrere, at målsætningen ikke var blevet opfyldt.

Da obligationsrationeringen hvilede på en usikker aftale med betydelig modstand i flere institutter, hvilket bl.a. bevirkede, at man ikke kunne regne med nogen høj grad af loyalitet, var det vigtigt at få klarhed over, om VKR-regeringen ønskede aftalen fra juni 1965 med realkreditinstitutterne afviklet.

Der var indtruffet en vis afmatning af efterspørgselspresset i slutningen af 1967 og begyndelsen af 1968. Ved individuelle samtaler med statsminister Hilmar Baunsgaard, finansminister Poul Møller og økonomiminister Poul Nyboe Andersen blev det gjort klart, at en afvikling ville komme til at medføre rentestigning, når efterspørgselspresset igen blev betydeligt, men aftalen kunne ikke opretholdes uden politisk støtte, da den i sin tid var indgået efter politisk ønske.

Holdningen hos alle tre var, at man ønskede en afvikling, som blev gennemført i løbet af foråret og sommeren 1968, bortset fra tillægslån og lån til bygning af sommerhuse.

I løbet af 1968 udviklede der sig et betydeligt efterspørgselspres, som tog til i 1969, hvor væksten blev meget stor bl.a. som følge af, at man fik et ,,skattefrit'' år forud for overgangen til kildeskat fra 1970. Væksten kom i 1969 op på godt 6 pct., og det var medvirkende til et øget pres på obligationsmarkedet.

Afviklingen kom altså til at foregå under de værst tænkelige omstændigheder. Det var ikke forudset af Nationalbanken og bragte den i et alvorligt dilemma.

Rationeringen vedrørte lånebevillinger, men da der i vid udstrækning blev givet lånetilsagn for, at f.eks. et byggeri kunne opnå byggelån i et pengeinstitut og dermed komme i gang, blev tilsagnene ophobet i køer – i visse tilfælde tilsagn, der skulle udmøntes fem år senere – som måtte vente, indtil der var plads i bevillingsrammen.

Disse køer androg et betragteligt beløb. Det var aftalt, at de skulle afvikles langsomt, men der opstod et voldsomt pres, fordi konjunkturopsvinget

skabte forventning om stigende rente, og institutternes adfærd var ikke præget af loyalitet mod aftalen.

Hvis et drastisk kursfald skulle undgås, måtte Nationalbanken støtte markedet. Det medførte på den anden side en likviditetstilførsel, der kunne skabe betydelige vanskeligheder.

Nationalbanken advarede mod, at den rigelige likviditet skulle føre til en for stærk udlånsekspansion i 1969, men det blev samtidig sagt, at banken „... som modstykke til det samarbejde, vi har haft med de obligationsudstedende institutter, bidrager til en gnidningsfri afvikling, men dette betyder ikke, at vi i fremtiden - lige så lidt som tidligere - kan garantere et bestemt kursniveau." (8. november 1968).

Det var selvsagt en uklar måde at udtrykke sig på, og presset på de obligationsudstedende institutter blev stærkere, hvortil kom, at den almindelige usikkerhed om, hvor længe Nationalbanken ville støtte markedet, førte til, at ejere af obligationer begyndte at sælge.

Der blev fra regeringens side især via ledende embedsmænd lagt et overordentlig stærkt pres på Nationalbanken for at fastholde obligationsrenten fuldstændig uændret. Man var af den opfattelse, at blot det mindste kursfald ville kunne føre til en eksplosiv og kaotisk nedgang.

Markedsforventningerne blev mere og mere nervøse i begyndelsen af 1969, og det bredte sig til valutamarkedet, ikke mindst på baggrund af usikkerhed om en tysk revaluering.

Det var et af de tilfælde, hvor markedsdeltagernes forventninger reagerer skarpt mod myndighederne - i dette tilfælde Nationalbanken. Jo flere obligationer Nationalbanken købte, desto mere utroværdigt forekom det, at et stabilt renteniveau kunne opretholdes.

Der var nok planer og enighed om, at der burde strammes både pengepolitisk og finanspolitisk i løbet af foråret 1969, men hver gang det over for regeringen blev fremført, at obligationskøbene var uforsvarlige, blev det med stor styrke fremhævet, at det ikke ville være muligt at få en finanspolitisk stramning igennem politisk, hvis obligationsrenten steg. Det var mildt sagt en utilfredsstillende argumentation.

Markederne kom myndighederne i forkøbet, bl.a. fordi det udenlandske renteniveau var stigende, hvilket påvirkede kapitalbevægelserne. Hertil kom den internationale uro om valutakurserne.

Valutareserverne begyndte at falde, og det kunne ikke bremses ved en diskontoforhøjelse i marts 1969, der blev helt overdøvet af uroen om en eventuel opskrivning af den tyske mark.

I begyndelsen af maj var valutareserverne næsten brugt op, og dette fremtvang en pengepolitisk reaktion.

Linen var løbet ud, og på et krisemøde med regeringen i maj var der tilslutning til en diskontoforhøjelse på 2 pct. og et klart fald i obligationskur-

serne, uanset at især Baunsgaard stærkt beklagede sig over udviklingen og fremførte, at det ville være definitivt – et rentefald senere var usandsynligt.

Et ikke uvæsentligt spørgsmål var at spille ud med et kursniveau, som ramte bunden således, at kurserne ikke skulle sive yderligere ned.

I Nationalbanken valgte man et kursfald svarende til en stigning i den effektive rente på 1 pct., og det kom til at passe. Det var langt fra de kaotiske tilstande, der var talt om tidligere, uanset at det blev tilkendegivet, at Nationalbanken ville ophøre med de massive støttekøb af obligationer.

En række andre stramninger – herunder også af finanspolitikken – blev bebudet.

Indgrebene skabte nogen ro, men to forhold viste sig at indebære vanskeligheder.

Det første var kreditekspansionen gennem banker og sparekasser, og det andet var Nationalbankens institutionelle rolle ved børsnoteringen af obligationer.

Likviditeten i pengeinstitutterne var blevet kraftigt forøget ved de massive obligationskøb.

Der var ganske vist gennemført en skærpelse af deponeringssatserne for at bremse for en for stærk kreditekspansion.

Alligevel stod man „... i en situation, der er vanskeligere end tidligere. Vi er enige om, at det er nødvendigt at bremse for udlånsekspansionen, men bankernes likviditet er så rigelig, at det kræver en ekstra grad af samarbejdsvilje at føre den enighed, som består mellem os, ud i livet." (22. maj 1969).

I denne situation gjorde Nationalbanken en betydelig indsats for at få opbakning fra pengeinstitutterne til en restriktiv linje i långivningen. Det blev gjort ved møder med organisationerne og yderligere ved, at de ledende direktører i de største pengeinstitutter blev opsøgt individuelt og indtrængende opfordret til at indtage en restriktiv holdning ved bevilling af kreditter. Alle erklærede sig indforståede med opgaven.

Det var en prøve, og prøven blev ikke bestået.

„På trods af, at vi havde meget nær kontakt i sommerens løb, og på trods af, at vi i juli gentog målsætningen, og specielt at den eksplosive stigning i långivningen i bygge- og anlægssektoren måtte bremses, er udlånsstigningen blevet for stærk, således at det i september var nødvendigt at foretage en yderligere stramning af pengepolitikken ..., hvilket medførte, at Nationalbanken ikke kunne støtte obligationsmarkedet." (4. november 1969).

Fra pengeinstitutside blev det til stadighed fremhævet, at man ikke var herre over kundernes træk på kreditbevillingerne og derfor var magtesløse.

Der blev herefter taget kontakt med formanden for Danske Bankers Fællesrepræsentation. Det blev fremhævet, at udviklingen havde kompromitteret aftalesystemet, og at Nationalbanken ikke kunne fortsætte med en aftale,

der gav så dårlige resultater. Som minimum måtte man have oplysninger om kredittilsagnene og eventuelt lægge styringen over på disse – vel vidende at udnyttelsesgraden kunne variere, men det ville være en mindre udsvingsmargin end det nuværende system.

Bankerne leverede de ønskede oplysninger, og der var principiel enighed om, at styringen måtte strammes, hvilket senere førte til aftalen om udlånsloftet.

Det andet forhold var Nationalbankens rolle ved obligationsnoteringen.

Der var gammel tradition for, at bankens repræsentant under noteringen ved nik til de noteringsberettigede vekselerere, der den pågældende dag handlede på bankens vegne, tilkendegav, at der for bankens regning kunne købes – eventuelt sælges – således at kurserne nedover listen var konsistente. Det blev betegnet som kurspleje.

Efterhånden opstod der et spil om at fange Nationalbanken ved pludselig at foretage store udbud i enkelte serier, som banken så af ordensmæssige grunde måtte aftage.

Man kunne spørge, hvor meget et nik kostede.

Dette spil trak Nationalbanken ind i at støtte markedet i urimelig grad. Den åbenbare løsning var at standse bankens rolle ved noteringen, men det stødte mod årtiers tradition og stærk advarsel om at ende i kaotiske tilstande.

I september 1969 blev det imidlertid besluttet at lade bankens funktion ved noteringen ophøre. Bankens repræsentant var fortsat til stede, men afgav ikke ordrer.

Det medførte dels, at man mobiliserede massemedierne for at dokumentere, at et sammenbrud var nær, dels at regeringen gav udtryk for stærk kritik af, at Nationalbanken opgav, hvad man kaldte naturlig kurspleje. Baunsgaard erklærede på et møde, at han ikke kunne acceptere bankens politik, hvorimod Nyboe Andersen indtog det standpunkt, at han ikke kunne anbefale, at banken under de foreliggende omstændigheder købte flere obligationer, men at han ikke ville kommentere den tekniske indsats ved noteringen.

Hensigten med Nationalbankens beslutning var at gøre det klart, at den ikke igen ville komme i en situation, hvor den måtte påtage sig et ansvar for at opretholde et bestemt kursniveau.

Obligationsmarkedet måtte principielt hvile i sig selv.

„Overgangen til et frit marked har nok givet nogle tilfældige og irrationelle kursudsving, men jeg har fuld tillid til, at vekselerere og banker i egen interesse vil genvinde de færdigheder, der er nødvendige for at sikre et ensartet marked ...". Hvis Nationalbanken ville købe obligationer af likviditetsmæssige hensyn, ville man på forhånd afgøre, hvor meget der skulle købes, men ikke påtage sig „... en kursplejeforpligtelse, der medfører, at det er mar-

kedet, der bestemmer, hvor meget vi i en given situation skal købe.'' (4. november 1969).

Man kan derfor med rette sige, at sammenfaldet af afviklingen af obligationsrationeringen, valutakrisen i maj 1969 og den efterfølgende for stærke kreditekspansion medførte et skift.

Instrumenterne – udlånsaftalen og obligationsrationeringen – havde vist sig utilstrækkelige. Deraf følger selvsagt ikke, at de havde været uden betydning, men de svigtede i pressituationer.

Tillidskrisen i foråret 1969 demonstrerede, at der måtte gribes ind for at genoprette stabilitet på markederne. Det lykkedes, og det kunne derfor konstateres, at det ,,... ved finans- og pengepolitikken er lykkedes ... at genskabe tilliden både på valutamarkedet, der blev rystet af krisen i maj, og på obligationsmarkedet, der blev svækket af de store støttekøb under afviklingen af den kø, der havde opsamlet sig under rationeringen.'' (4. november 1969).

Indgrebene blev et skoleeksempel på, hvad der er nødvendigt for at bevare tilliden på valuta- og kapitalmarkederne.

Målsætningen for pengepolitikken blev hermed drejet over i retning af at støtte valutakurspolitikken direkte, mens dens rolle i samordningspolitikken – hvad der nu var tilbage af den – var blevet mindre.

4. Forsøg på en vurdering

Der er ikke tvivl om, at den overordnede målsætning i 1960'erne i Danmark – som i andre lande – var at opretholde fuld beskæftigelse og at sikre nogenlunde prisstabilitet ved en samordningspolitik.

For pengepolitikkens vedkommende var det væsentligt, at den fremherskende opfattelse overalt gik ud på, at renten eller markedsmekanismen ikke var egnet til at styre investeringerne.

Udlånsaftalen og obligationsrationeringen var begge udtryk for et ønske om at opnå større præcision i långivningens omfang ved at supplere renten med mængdemæssige begrænsninger – eller rammer.

Der var altså tale om en rammestyring, men ikke en detailstyring.

Der var dog stor forskel på grundlaget for de to aftalesystemer. Udlånsaftalerne var baseret på Nationalbankens likviditetsstyring over for pengeinstitutterne. Banken kunne tilføre likviditet som lån mod betaling af rente og kunne søge likviditetstilførslen kombineret med en aftale om en vis udlånspolitik.

Det lå inden for en centralbanks opgaver, og aftalerne blev gennemført uden forudgående forhandlinger med regeringen, men selvsagt orientering. Til gengæld blev ændringer af deponeringssatser drøftet med regeringen.

Obligationsrationeringen hvilede derimod på et politisk ansvar hos regering og folketing. Regeringen ønskede i 1965 at undgå en for kraftig stigning i obligationsrenten, hvorefter regering og folketing opfordrede Nationalban-

ken til at afslutte aftaler med de obligationsudstedende institutter for at undgå en egentlig lovgivning.

Ordningen fungerede stort set efter hensigten, idet långivning til andre formål end nybyggeri stagnerede.

Nationalbanken var part i sagen, men det egentlige ansvar lå hos de politiske myndigheder.

Da de ønskede en afvikling af ordningen, måtte den afvikles.

Der er i det foregående gjort rede for, at udlånsaftalen med pengeinstitutterne fungerede tilfredsstillende, når der ikke var stærkt pres i økonomien, men svigtede i 1966, og hvad værre var i sommeren 1969 lige oven på en alvorlig valutakrise.

Obligationsrationeringen var udformet således, at den førte til kødannelser, idet f.eks. et boligbyggeri ikke kunne få byggelån i et pengeinstitut, medmindre der forelå et tilsagn om, at den endelige langfristede finansiering kunne gennemføres.

Da den skulle afvikles, kom Nationalbanken under stærkt pres for at støtte obligationsmarkedet under afviklingen af lånekøerne og bidrog dermed både til ustabiliteten forud for valutakrisen og til den likviditetsforøgelse, der gjorde det let for pengeinstitutterne at forøge udlånene i sommeren 1969.

Nationalbanken var således kommet i en situation, hvor det – såfremt aftalesystemet med pengeinstitutterne skulle opretholdes – var nødvendigt at genskabe tilliden ved at udbygge det med regulering af kreditbevillingerne og for obligationsmarkedets vedkommende ved klart at demonstrere, at modstykket til fri obligationsudstedelse var fri rentedannelse.

Samtidig måtte det konstateres, at valutakurspolitikken nu let kunne komme i vanskeligheder – ikke mindst på baggrund af den store private gæld i udenlandsk valuta – og at den derfor kom til at dominere den pengepolitiske målsætning.

Der var tale om et skift, som betød en hårdere pengepolitik og et tilsvarende svagere engagement i samordningspolitikken, som dog allerede havde tabt betydeligt terræn. Beskæftigelsesmålsætningen blev opfyldt, men på bekostning af stigende uligevægtstendenser vedrørende inflation og betalingsbalance.

Den mentalitetsændring, der var en afgørende forudsætning for samordningspolitikken, havde således ikke kunnet leveres.

Derimod var det blevet ganske klart demonstreret, at Nationalbanken var kommet i en helt uholdbar situation ved at engagere sig i en rammestyring, der skulle holde renten nede ved at indføre et rationeringselement både for pengeinstitutternes udlån og for obligationsudstedelsen. Det førte efterhånden til, at banken måtte støtte obligationsmarkedet i et ganske uacceptabelt omfang.

En lignende situation var i øvrigt opstået i Tyskland, hvor centralbanken

efter meget betydelige støtteopkøb på obligationsmarkedet i 1967-68 så sig nødsaget til helt at ophøre med at understøtte markedet i foråret 1969.

Nationalbanken endte således med at blive manøvreret ind i en situation, hvor den blev fanget af finanspolitikkens og indkomstpolitikkens utilstrækkelighed. Det fordrede et skift.

Skiftet i den pengepolitiske målsætning fandt udtryk i en ofte citeret passus i bankens årsberetning for 1969:

„Valutakrisen i maj viste, at der er meget snævre grænser for vor økonomisk-politiske handlefrihed. Den omfattende frigørelse, der efterhånden er sket af det internationale betalingssamkvem sammenholdt med Danmarks meget betydelige kortfristede udenlandske gæld, medfører, at tillid til kronens paritet og bedre ligevægt på betalingsbalancen må tilkendes en væsentlig højere placering i den politiske målsætning, end det har været tilfældet i 1960'erne. Dette er en forudsætning for, at vi kan opretholde det frie handels- og betalingssamkvem med omverdenen, som er nødvendig for den reelle økonomiske fremgang."

Fastkurspolitikken, hvorom der stort set var bred politisk enighed, blev herefter den væsentligste målsætning for pengepolitikken, selv om der, i det omfang der var mulighed for det, måtte tages hensyn til den indre aktivitetsudvikling.

III. Brydninger og rådvildhed

1. Hovedtræk

Mens der havde været en vis klarhed over målsætningerne for den økonomiske politik i 1960'erne, blev det næste tiår præget af usikkerhed om både mål og midler.

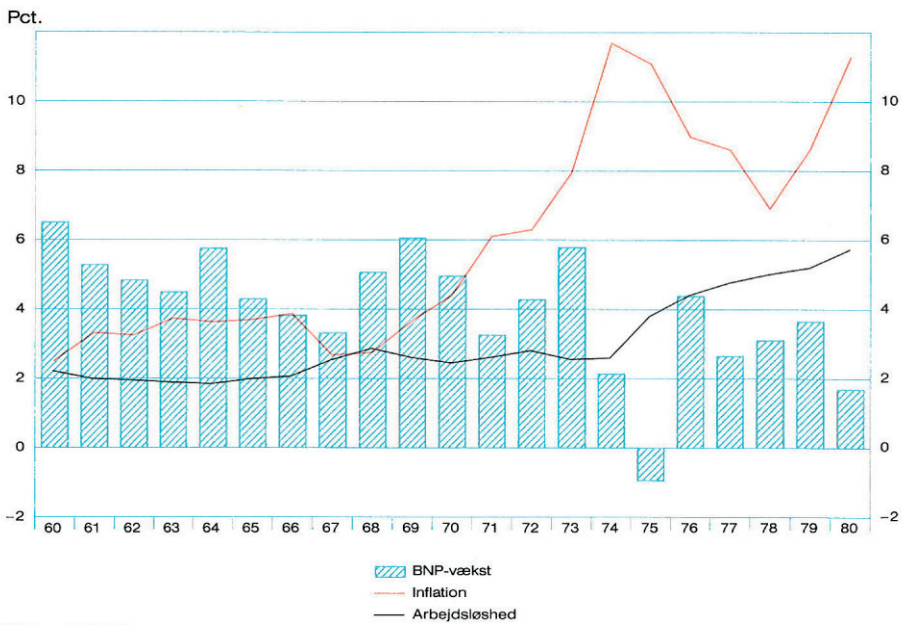
Usikkerheden havde først og fremmest baggrund i ændrede vilkår for den økonomiske politik.

Frem til 1974 indtraf der en næsten eksplosiv forøgelse af den vestlige verdens inflationstakt og dernæst – men klart senere – en stigning i arbejdsløsheden efter det første egentlige konjunkturtilbageslag siden krigen.

Disse forhold er for de europæiske OECD-landes vedkommende illustreret i figur III.1. Den svarer til figur I.1, side 16, men har desuden angivelse af vækst.

Der er ikke nogen almindelig accepteret forklaring på, at inflationen steg

Figur III.1 Europæisk vækst, inflation og arbejdsløshed 1960-1980



Kilde: OECD.

Anm.: Vækst i bruttonationalproduktet, prisstigningstakt – målt ved år-til-år stigning i forbrugsdeflatoren – og arbejdsløshedsprocent i de europæiske OECD-lande.

så kraftigt i de første år af 1970'erne, ud over at det ofte sker i slutningen af en højkonjunktur, hvor kapacitetsproblemer, herunder flaskehalse, gør sig særlig gældende - væksten steg kraftigt og kom op på næsten 6 pct. i 1973, som det fremgår af figur III.1.

Det gav anledning til en stramning af den økonomiske politik i en række lande i 1972-73 (se f.eks. Det Økonomiske Råd, april 1976, side 15).

Den økonomiske vækst var allerede begyndt at aftage i 1973, førend oliepriserne steg stærkt i slutningen af året. Tilsammen førte disse to faktorer til den første kraftige konjunkturtilbagegang i den vestlige verden i efterkrigstiden. Vækstraterne bøjede af, og arbejdsløsheden steg. De bagvedliggende årsager hertil skal næppe findes i oliepriserne, som i løbet af 1980'erne realt kom tilbage på niveauet fra 1960'erne.

De bærende elementer i den tidligere højkonjunktur var udbygningen af velfærdssamfundet og den dermed følgende store vækst i den offentlige sektor samt den meget stærke stigning i boligbyggeriet.

Reaktionen mod stigningen i den offentlige sektor, der i Danmark kom ved det såkaldte jordskredsvalg i 1973, manifesterede sig politisk på andre måder i andre lande. Den var udtryk for en stemning, der var bygget op gennem adskillige år mod det stigende skattetryk. Man ville gerne have velfærdssystemet, men ikke betale for det.

Der var således i stor udstrækning tale om en parallel reaktion i den vestlige verden.

Samtidig indtrådte der en vis afmatning af væksten i boligefterspørgslen, og disse to faktorer er formentlig af væsentlig større betydning end den midlertidige stigning i de relative energipriser.

Som det ses af figur III.1, indtraf der en overordentlig kraftig stigning i den europæiske inflationstakt fra omkring 4 pct. i slutningen af 1960'erne til næsten 12 pct. i midten af 1970'erne.

Under konjunkturnedgangen i 1974 og navnlig i 1975 skete der en udbredt svækkelse af de offentlige finanser i de fleste lande.

Der var kun til en vis grad tale om en bevidst ekspansionspolitik, efter at det var blevet klart, at konjunkturen var vendt, men snarere en automatisk virkning af svækkelsen af aktiviteten, der påvirkede både indtægter og udgifter på de offentlige budgetter - den automatiske budgeteffekt.

Under de foreliggende forhold var holdningen, at der ikke ville ske større ulykker ved at lade de offentlige underskud stige, når konjunkturen nu løjede af.

I løbet af 1974 kom der en uventet og foruroligende stigning i arbejdsløsheden. Man fik altså både stagnation (arbejdsløshed) og inflation - den såkaldte stagflation.

Den gamle forestilling om et forudsigeligt ombytningsforhold - „tradeoff" - mellem inflation og beskæftigelsesgrad holdt ikke stik. Det blev erstat-

tet af en situation, hvor først inflationen var stigende ved uændret ledighed, og siden voksede også ledigheden.

Nogle lande søgte at holde fast i beskæftigelsesmålsætningen, men flere og flere valgte i løbet af 1970'erne at skifte prioritet i den økonomiske politik og satse mere på stabilitet i prisudviklingen og så søge at sætte ind mod arbejdsløsheden på anden måde end ved ekspansiv finanspolitik.

Dette skift i prioriteringen for den økonomiske politik skete umærkeligt og uden en egentlig politisk debat, men blev efterhånden behandlet i de løbende analyser af den økonomiske udvikling. Herhjemme mest markant i Det Økonomiske Råds rapport fra april 1976, hvor et kapitel ligefrem bærer overskriften „Tendensændringer i international økonomisk politik".

Disse grundlæggende problemer prægede også den danske udvikling.

Vor vækst var gennemgående noget mindre end den europæiske – om end ikke meget – og inflationen højere indtil slutningen af 1970'erne. Arbejdsløsheden genopstod og var – efter de gængse opgørelser – fra midten af 1970'erne noget højere end det europæiske niveau. De nationale tal for arbejdsløsheden er dog vanskelige at sammenligne. De nævnte relationer fremgår af figur I.2, side 17.

Den danske konjunkturudvikling, der er illustreret i figur III.2, fulgte nogenlunde det europæiske mønster i begyndelsen af 1970'erne med stærk vækst indtil 1973 og derefter en kraftig stigning i ledigheden.

Danmark forsøgte som flere andre lande at holde fast i beskæftigelsesmålsætningen ved det midlertidige ekspansionsforsøg i 1975-76, jf. afsnit 6 nedenfor, men blev bremset af betalingsbalancen.

Der skete en stærk stigning i det danske omkostningsniveau, bl.a. fordi olieprisstigningerne via dyrtidsreguleringen førte til øgede lønstigninger. Resultatet var en betydelig forringelse af konkurrenceevnen, og fastkurspolitikken, der efter Bretton Woods systemets sammenbrud i 1971-73 var fortsat i det europæiske slangesamarbejde fra 1972, blev herved sat under stærkt pres.

Man stod i et vanskeligt dilemma, fordi en opgivelse af fastkurspolitikken ville medføre risiko for, at der blot kom endnu mere inflation, mens en fastholdelse af kursen bevirkede, at kronen blev mere og mere overvurderet, hvilket i de følgende år hæmmede vækst og investeringer.

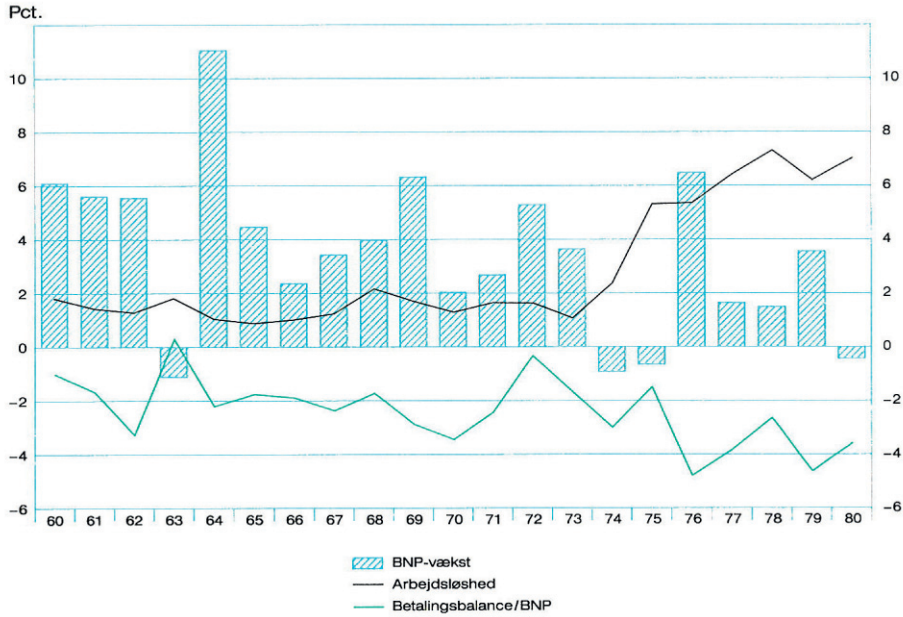
Den reale effektive kurs steg – navnlig som følge af lønstigninger – i årene 1972-76 med ca. 20 pct., jf. figur III.6.

Dette var medvirkende til at skabe de konstante og stigende underskud på betalingsbalancen, der førte til en gældsætning over for udlandet af meget store dimensioner.

Betalingsbalancen og valutahensynet kom derfor i centrum for den økonomiske politik og ikke mindst for pengepolitikken.

Samtidig tog markedsreaktionerne til i styrke.

Figur III.2 Vækst, arbejdsløshed og betalingsbalance i Danmark 1960-1980



Kilde: Danmarks Statistik.
Anm.: Vækst i bruttonationalproduktet, arbejdsløshedsprocent og saldo på betalingsbalancens løbende poster i procent af bruttonationalproduktet.

Det er allerede beskrevet, hvorledes obligationsmarkedet og valutamarkedet i 1969 reagerede på, hvad man fandt var en utroværdig politik – Nationalbankens obligationskøb. Utrygheden fik de enkelte markedsdeltagere til at sælge obligationer af frygt for, at de skulle falde i kurs, og andre, der havde udlandsgæld, til at sælge kroner for at købe valuta til at tilbagebetale gælden af frygt for, at kronen skulle blive devalueret.

Denne skarpere markedsreaktion på en økonomisk politik, der blev opfattet som utroværdig, var et udbredt fænomen i de vestlige økonomier og lå bl.a. bag sammenbruddet af det internationale fastkurssystem i begyndelsen af 1970'erne.

Den stadige gældsætning til udlandet skabte stigende bekymring.

Den økonomiske ekspansion, der blev indledt i 1975, måtte opgives igen i 1976 af hensyn til betalingsbalancen. De følgende år blev præget af økonomisk stagnation og stor arbejdsløshed. Alligevel fortsatte inflationen og gældsætningen til udlandet. Det skabte en modløshed, som tilspidsedes i den såkaldte afgrundsdebat i slutningen af årtiet. Realtilpasningen fra 1979 til 1982 kom herefter til at danne overgang til den stabiliseringspolitik, der slog igennem i det næste tiår.

Den pengepolitiske problemstilling var præget dels af disse konjunkturpolitiske forhold – herunder den ændrede prioritering i de toneangivende lande – dels af visse strukturelle forhold, hvis betydning kun gradvis blev erkendt.

For det første skete der overalt en stadig stærkere udbredelse af markedsmekanismen i det finansielle system.

Det gjaldt både internt ved afskaffelse af reguleringer og bindinger og eksternt ved den stadig fremadskridende liberalisering af kapitalbevægelserne og ved etableringsfriheden for finansielle institutioner – en konsekvens af forpligtelserne inden for både OECD og EF.

Der var tale om en gradvis udvikling – en slags kædereaktion, idet afskaffelse af restriktioner efterhånden gjorde de resterende meningsløse eller i hvert fald overflødige.

Når man skal vurdere udviklingen i 1970'erne, er det vigtigt at forstå betydningen af den gradvise udbredelse af markedsmekanismen i modsætning til de analyser, der ynder at tale om hug i udviklingen, når beslutninger tages vedrørende frigørelse af bestemte transaktioner.

Udviklingen af markedsmekanismen gjorde den traditionelle reguleringsmentalitet forældet, men det var ofte svært at indse dette.

Det andet strukturelle forhold var det instrumentarium, der blev anvendt af Nationalbanken, og som selvsagt var påvirket af udviklingen af markedsmekanismen.

De fleste fremstillinger har en tendens til at fiksere opmærksomheden på udlånsloftet, der var det nye instrument, der blev introduceret i 1969-70.

Det er dog næppe en rigtig vurdering, idet valutakurspolitikkens stigende vægt og i denne sammenhæng finansieringen af de store underskud på betalingsbalancen medførte, at renten blev det centrale element i pengepolitikken, og at rentespændet over for udlandet blev det dominerende træk i udviklingen, jf. figur III.4.

De store underskud fik yderligere den konsekvens, at spørgsmålet om den danske kreditværdighed dukkede op med mellemrum og i stigende grad skabte en ubehagelig atmosfære omkring finansieringsproblemerne.

Renten blev således det væsentlige styringsinstrument, selv om man talte mest om udlånsloftet.

Det tredje aspekt var de politiske bestræbelser på at indføre styringsmekanismer i kreditformidlingen, der skulle påvirke kanaliseringen af kredit ved at begunstige visse formål og begrænse andre. Det gik under navnet selektiv kreditpolitik.

Motiveringen til at indføre sådanne kanaliseringsinstrumenter var dels, at det blev anset for nødvendigt at give efter for visse pressionsgrupper, der fordrede kredit på gunstigere vilkår, end markedsforholdene tillod – f.eks. i forbindelse med finansiering af det sociale boligbyggeri og skibsbyggeriet, eksportkreditter, særlige landbrugsordninger og de såkaldte K-lån – dels ud fra

et mere overordnet synspunkt at søge at påvirke opsparings-investeringsbalancen og dermed opnå en bedre stabilisering af økonomien – f.eks. realkreditreformen af 1970 – eller endnu videre ud fra et mere ideologisk synspunkt at engagere det offentlige i „styringen af den knappe kapital" – f.eks. kapitalmarkedsrådet i 1971, kreditformidlingsloven fra 1973 og den såkaldte finansieringsreform i 1980.

De forskellige forslag skabte af og til spændinger mellem regeringen og Nationalbanken, når der var tale om ordninger, der ville indebære væsentlige ændringer i udformningen af pengepolitikken eller måske endda underminere den. De mere vidtrækkende forsøg var imidlertid, når det kom til stykket, præget af ubeslutsomhed og fik ikke nogen nævneværdig indflydelse på udformningen af pengepolitikken.

Styringsfilosofien var en holdning, der havde vanskeligt ved at vige for de økonomiske realiteter.

I tabel III.1 er, ligesom i tabel II.1, side 24, anført visse centrale politikvariable – lønstigning, offentlige finanser og kreditudvidelse – og resultatstørrelserne – inflation, arbejdsløshed og betalingsbalance. Tabellen illustrerer de betydelige uligevægte. Lønstigningerne var særdeles kraftige, og periodevis var kreditekspansionen også for stærk. Finanspolitikken svingede mellem stramninger og meget ekspansive tiltag.

I den følgende fremstilling behandles først under afsnit 2-4 de tre særlige strukturelle aspekter, der dannede rammerne for udviklingen, nemlig afre-

Tabel III.1 Udvikling i visse strategiske størrelser 1970-80

	Politikvariable			Resultatstørrelser		
	Timeløn i industri og håndværk	Offentlig budget-saldo	Udlån i banker og sparekasser	Pris-udvikling (forbrugs-deflator)	Arbejds-løshed	Saldo på betalings-balancens løbende poster
	Stigning pct. p.a.	Pct. af BNP	Stigning pct. p.a	Stigning pct. p.a.	Pct. af arbejds-styrken	Pct. af BNP
1970	11,3	2,8	6,8	6,6	1,3	- 3,4
1971	13,7	3,9	4,4	8,3	1,6	- 2,4
1972	10,6	3,9	12,3	8,2	1,6	- 0,3
1973	15,1	5,2	15,8	11,7	1,0	- 1,7
1974	19,9	3,1	7,1	15,0	2,3	- 3,0
1975	19,2	- 1,4	2,4	9,9	5,3	- 1,5
1976	11,6	- 0,3	17,0	9,9	5,3	- 4,8
1977	9,8	- 0,6	11,8	10,6	6,4	- 3,8
1978	9,8	- 0,4	10,7	9,2	7,3	- 2,6
1979	10,2	- 1,7	9,9	10,4	6,2	- 4,6
1980	9,7	- 3,3	8,6	10,7	7,0	- 3,6

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

gulering og markedsmekanisme, de pengepolitiske instrumenter og forsøgene på kapitalstyring.

Dernæst i de følgende tre afsnit 5-7 pengepolitikkens relationer til det økonomiske forløb i 1970'erne.

Man kan groft taget inddele tiåret i tre perioder: En indledende fase 1970-74 med stigende inflation og svækkelse af konkurrenceevnen. Dernæst begyndte ledigheden at stige. Herefter kom perioden 1975-76, hvor der blev gjort forsøg på at gennemføre en aktiv beskæftigelsespolitik, som imidlertid måtte opgives. Endelig er der perioden 1977-79, som var præget af store underskud på betalingsbalancen, inflation og høj arbejdsløshed, og hvor der opstod usikkerhed og stigende rådvildhed om den økonomisk-politiske kurs.

2. Den gradvise afregulering

Mellem banker, sparekasser og realkreditten var der en udpræget arbejdsdeling med hensyn til långivningen, som havde rødder langt tilbage i historien.

For banker og sparekassers vedkommende udviskedes denne forskel gradvis gennem årene, og det fandt så udtryk i den fælles lovgivning fra 1975, jf. R.M., p.157ff.

Konkurrencevilkårene om indlånene var ikke lovbestemt, men hvilede på en aftale om maksimale rentesatser for forskellige indlånskategorier, som daterede sig tilbage til 1930'erne, hvor den havde generel politisk støtte som et middel til at holde udlånsrenten nede.

Det var en kartelaftale, som klart begrænsede konkurrencen.

Da Nationalbanken i 1965 udformede sit forslag til en udlånsaftale, jf. II.2, der byggede på, at det enkelte pengeinstituts udlånskapacitet skulle være afhængig af indlånsudviklingen, blev det som nævnt afvist af institutterne med den begrundelse, at de ikke kunne kontrollere kunders træk på bevilgede kreditter.

Det har dog sikkert været nok så tungtvejende, at et sådant system ville øge konkurrencen om indlån og true renteaftalen.

Pengeinstitutternes organisationer søgte i hvert fald ofte at få Nationalbanken til at støtte aftalen, der især kom under pres, når obligationsrenten steg, således at anbringelse i obligationer for publikum blev mere fordelagtig end de langfristede indskud. Man fremførte over for Nationalbanken den motivering, at banken måtte være interesseret i, at udlånsrenten ikke steg.

Hertil kom, at den til enhver tid siddende regering ønskede at undgå et brud på renteaftalen, mens oppositionen var mindre engageret.

Nationalbankens politik er udførligt beskrevet i R.M., p.95ff. og p.141ff.

Banken gav tidligt udtryk for, at man ikke tillagde indlånsrenteaftalen nogen afgørende vægt i pengepolitikken, men der var selvsagt en vis interesse i

at undgå en pludselig stærk konkurrence om indlånene, som ville drive udlånsrenten i vejret, hvilket navnlig i akutte situationer kunne være uhensigtsmæssigt.

Nationalbankens hovedsynspunkt var, at institutterne enten kunne forrente visse langfristede indskud, der konkurrerede mest med placering i obligationer, med en højere sats eller udstede særlige indlånscertifikater, som man kendte fra andre lande.

Disse forslag blev ikke taget op af pengeinstitutterne før langt senere.

Organisationerne søgte tværtimod at presse Nationalbanken til at støtte renteaftalen bl.a. ved at gøre gældende, at et brud på denne aftale ville svække organisationernes mulighed for i almindelighed at indgå aftaler med banken.

Bankerne gik på et tidspunkt så vidt som at foreslå, at Nationalbanken skulle indgå en bindende aftale om indlånsrenter med hvert enkelt pengeinstitut og gøre kreditmuligheder i banken betinget af en sådan aftale.

Nationalbanken havde til stadighed præciseret, at den under ingen omstændigheder kunne deltage i en kartelaftale, og måtte derfor afvise forslaget.

Ved personlige samtaler blev det ved flere lejligheder utvetydigt gjort klart for formændene for pengeinstitutternes organisationer, at aftalen burde afvikles, men gradvis for at undgå store spring i udlånsrenten. Tiden var løbet fra den, og der var ikke længere politisk ønske om at bevare den.

Nationalbankens officielle udtalelser var dog af og til ambivalente, fordi man dels ikke ønskede at underminere organisationerne, dels ønskede at aftalen blev faset ud.

Afviklingen skete i 1973, men allerede inden var konkurrencen om indlånene skærpet og blev i realiteten betydelig ved dannelsen af det såkaldte aftalemarked efter 1973.

Et andet aspekt af udbredelsen af markedsmekanismen var konkurrencen fra udenlandske pengeinstitutter.

Denne kom først og fremmest ved finansiering af udenrigshandelen og andre kreditter til danske virksomheder fra udenlandske bankforbindelser. Der var tale om et engrosmarked.

Hertil kom, at danske banker tidligt fik tilladelse til at etablere sig i udlandet, hvorimod der var en træg modstand mod at lade udenlandske banker få lov til at etablere sig her. Nationalbanken ønskede, at udenlandske banker skulle have en tilsvarende adgang til at etablere sig i Danmark, men der var politisk modstand mod en sådan frigørelse. Den kom først i 1975 i medfør af EF-forpligtelserne.

Et tredje aspekt var liberaliseringen af kapitaltransaktioner med udlandet, der var blevet indledt ved begyndelsen af 1960'erne, jf. R.M., p.266, idet

først leverandørkreditter og direkte investeringer blev frigjort – senere gradvis porteføljetransaktioner.

Et særligt felt var de såkaldte finanslån, hvor Danmark tidligt, allerede sidst i 1960'erne, indførte en liberalisering, der gik videre end de daværende internationale forpligtelser.

Det var erhvervslivet, der ønskede adgang til billige lån i fremmed valuta, og man tænkte dengang ikke så meget på valutakursrisikoen.

Nationalbanken var modvillig mod disse ønsker, fordi det ville begrænse pengepolitikkens virkeflade på den indre økonomi. Når man opererede med en ramme for den samlede kreditudvidelse gennem pengeinstitutterne, ville en finansieringsmulighed ved udenlandske lån, der lå uden for rammen, undergrave målsætningen.

Regeringen Baunsgaard, der var dannet i begyndelsen af 1968, var under valgkampen gået ind for en pengepolitisk lempelse og støttede ønskerne om billige udenlandske lån til erhvervslivet. Man kom frem til et kompromis, hvorefter finanslån kun kunne opnås (bevilges) til ganske bestemte, større investeringer.

Det kom imidlertid til at gå anderledes.

Efterhånden som finansieringen af betalingsbalanceunderskuddet blev et større og større problem, kom den stramme pengepolitik til at tvinge flere og flere til at optage sådanne finanslån. Bankerne lagde i stor udstrækning pres på deres kunder til at optage finanslån for derved at skaffe sig luft under udlånsloftet, og fra Nationalbankens side måtte man efterhånden betragte det som en nødvendig og måske endda bekvem måde at dække en del af det stigende finansieringsbehov, som underskuddene på betalingsbalancen gav anledning til.

Det varede imidlertid ikke længe, inden der kom en reaktion fra låntagernes side. Man følte sig tvunget til at optage lån i fremmed valuta og begyndte at tænke på risikoen for en devaluering af kronen.

Var der nogen mening i, at låntager skulle skaffe dækning for en utilstrækkelig politik og oven i købet bære kursrisikoen?

Det gav bl.a. anledning til de såkaldte K-lån, jf. nedenfor under afsnit 4.

Finansieringen af underskuddet på betalingsbalancen blev som nævnt et stigende problem. Ud over dækningen af det løbende underskud måtte det også sikres, at den private gæld blev fornyet og ikke søgt tilbagebetalt.

Fra Nationalbankens side måtte man stadig stærkere lægge vægt på kombinationen af renteforskellen til udlandet, udlånsloftet og tilliden til fastkurspolitikken som den treklang, der skulle fremtvinge en privat kapitalimport. Som en aflastning af presset måtte man opfordre til en betydelig offentlig udenlandsk låntagning, uden at det dog gik for meget ud over kreditværdigheden, som var et mere ømtåleligt emne for sådanne lån.

Tabel III.2 Betalingsbalancen 1964-92

	De løbende poster	Privat kapitalimport	Offentlig kapitalimport	Ændring i den internationale likviditet
	Milliarder kroner			
1964-1969	- 10,8	8,3	2,6	0,1
1970-1975	- 19,7	15,6	5,9	1,8
1976-1979	- 49,6	28,7	32,8	11,9
1980-1983	- 57,7	1,4	61,9	5,6
1984-1987	- 103,2	73,1	56,5	26,4
1988-1992	32,7	- 33,0	- 19,0	- 19,4

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.
Anm.: Tabellen giver akkumulerede tal for de viste perioder. Salg af danske statspapirer til udlandet henregnes under den private kapitalimport, der desuden inkluderer fejl og udeladelser. Som følge af afrunding svarer summen af de løbende poster og den private og offentlige kapitalimport ikke i alle tilfælde til den angivne ændring i den internationale likviditet.

Fastkurspolitikken var principielt dominerende i hele perioden bortset fra 1979-82, jf. IV.2, side 91ff., men troværdigheden var ikke lige stor i alle årene - i særdeleshed ikke, når der var tvivl om holdbarheden af den økonomiske politik.

Det er ikke muligt på overbevisende måde at indbygge forventningsdannelsen i systematiske undersøgelser af kapitalbevægelser. Den spiller imidlertid en overordentlig stor rolle, og ændringer kan straks mærkes af dem, der har nær kontakt med markederne.

Kapitalimporten fremgår af tabel III.2, der viser en grov opdeling på den private og offentlige sektor.

Det fremgår heraf, at den private kapitalimport dækkede det meste af underskuddet frem til midten af 1970'erne, hvorefter det offentlige i stigende grad måtte bidrage med lånoptagelse, efterhånden som utrygheden om den økonomiske udvikling voksede.

Opgivelsen af fastkurspolitikken fra slutningen af 1979 taler sit tydelige sprog og ligeledes den tilbagevenden til fastkurspolitikken, der skete i 1982 med en næsten eksplosiv stigning i den private kapitalimport til følge.

Den store offentlige låntagning i udlandet reducerede gradvis landets renommé og kreditværdighed - ikke mindst fordi der til stadighed blev afgivet udtalelser om snarlige forbedringer af navnlig betalingsbalancen.

De fortonede sig hver gang.

3. De pengepolitiske instrumenter

Udlånsaftalen fra 1965 sigtede som nævnt mod at få bedre kontrol med den samlede kreditudvidelse i pengeinstitutterne uden at anvende rentevåbnet for hårdt.

I II. Rammestyring og samordning er der redegjort for, at det ikke lykkedes at opnå dette mål, når efterspørgselspresset var stærkt som i 1966 og 1969.

Nationalbanken søgte derfor at skærpe systemet. Det gamle havde en vag, implicit målsætning, der gik ud på, at man ved en vis marginal deponeringssats – f.eks. 20 pct. – sigtede mod, at højst 80 pct. af en stigning i indlånene blev anvendt til udlånsforøgelse.

Den kraftige udlånsekspansion efter valutakrisen i 1969 medførte, at reguleringen blev lagt direkte over på kreditbevillingerne, der ikke måtte overstige et bestemt loft. Det var klart, at der også her ville være en vis elasticitet i systemet, hvis udnyttelsesgraden af de bevilgede kreditter gik i vejret.

Det var dog opfattelsen, at dette kun ville ske gradvist, og at loft over bevillingerne ville være langt mere effektivt end det tidligere system med deponeringer i forhold til indlånsstigningen.

Det skulle vise sig, at denne antagelse ikke holdt stik i alle tilfælde, jf. afsnit 5 nedenfor.

Systemet blev indført som retningslinjer i efteråret 1969, hvor pengeinstitutterne leverede statistiske oplysninger om de samlede bevillinger. Det viste sig i øvrigt overraskende nok, at adskillige institutter – blandt dem også nogle af de største – ikke i forvejen havde oversigter over de samlede bevillinger.

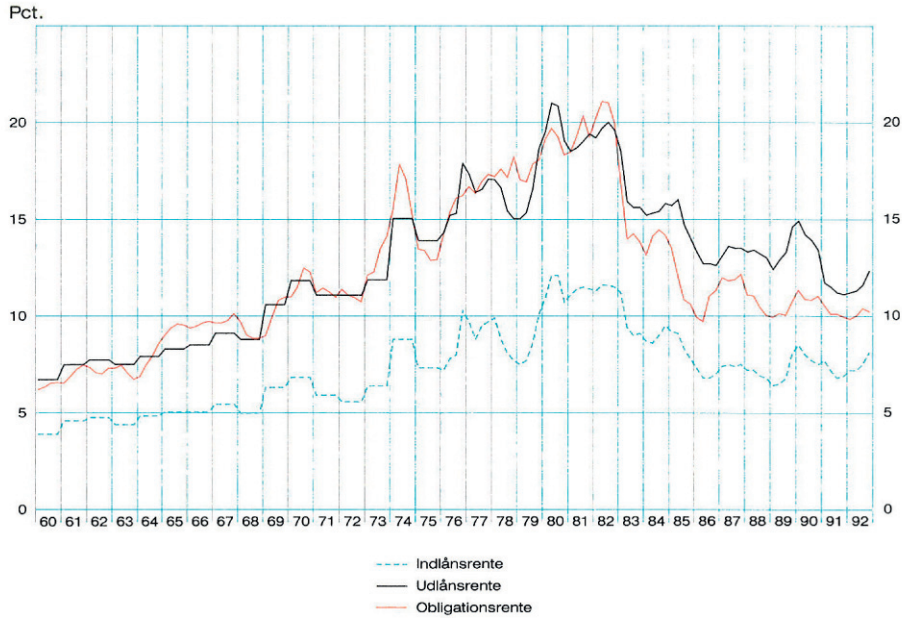
Hvordan kan man styre en stor bank uden at vide, hvor mange bevillinger der i alt udestår?

Aftalen blev formaliseret i foråret 1970, og Nationalbanken lagde vægt på, at der måtte være tale om en midlertidig ordning, da „... et så primitivt middel ikke egner sig under mere normale forhold." (10. november 1970). Bankerne ønskede, at det klart skulle fremgå, at det var et krav fra Nationalbanken, som de under de foreliggende omstændigheder mente at måtte acceptere. Det hang nok sammen med, at man var klar over, at der var svigtet i 1969, men at det nye system ville blive en ubehagelig spændetrøje, som de ikke ville tage ansvaret for.

Alligevel kom systemet til at fungere i 10 år, navnlig fordi de stigende vanskeligheder med at finansiere udlandsgælden talte imod at gennemføre en afvikling. En sådan ville blive betragtet som en væsentlig pengepolitisk lempelse, som ville være uforståelig, når der til stadighed fra Nationalbankens side måtte konstateres et manglende bidrag fra finanspolitikken og indkomstpolitikken.

Der blev tidligt gjort forgæves forsøg på at gøre systemet mere markedskonformt ved forslag om at regulere det enkelte instituts loft i takt med indlånsstigningen, således som det var den oprindelige intention i forslaget i 1965, men dette kunne organisationerne ikke acceptere, da det ville øge konkurrencen om indlånene.

Figur III.3 Danske pengeinstitutters effektive ind- og udlånsrente samt den gennemsnitlige obligationsrente 1960-1992



Kilde: Danmarks Nationalbank.
Anm.: Kvartalsgennemsnit. Ind- og udlånsrente 1960-75 er årsgennemsnit.

Systemet blev løsnet noget ved de – om end sparsomme – muligheder, der blev opnået til at give individuelle forhøjelser, der næsten altid måtte motiveres med særlig store indlånsstigninger i det pågældende institut. Fra organisationsside var der stærke reservationer mod individuelle forhøjelser.

Den anstrengte valutasituation og vanskelighederne ved at finansiere de store underskud på betalingsbalancen medførte, at der måtte lægges mere og mere vægt på likviditetsstyringen og renten, således at loftet med de forhøjelser, der blev gennemført, kun virkede snærende i få perioder. Det fungerede i virkeligheden mere som et sikkerhedsnet, der skulle bremse i akutte situationer.

Det fremgår af figur III.3, at pengeinstitutternes udlånsrente fulgte udviklingen i den frie markedsrente for obligationer tæt. Hertil kom, at man søgte at holde øje med, om der opstod forvridninger i systemet. Undersøgelser viste, at der kun i beskedent omfang oprettedes parallelmarkeder for bankfinansiering, som man kendte det i flere andre lande, og at andre institutioner ikke i nævneværdig grad overtog pengeinstitutternes kreditgivning, jf. R.M., p.198. Da udlånsloftet blev afviklet i 1980, skete der da heller ikke noget særligt tilbageløb til institutterne af udlån. Det var ofte tilfældet, når tilsvarende

reguleringer blev afskaffet i andre lande. Selv om der således ikke opstod åbenbare forvridninger, havde systemet ubestrideligt en begrænsende virkning på konkurrencen.

Mens långivningen gennem pengeinstitutterne var omfattet af reguleringer, vendte man som nævnt på kapitalmarkedet i 1968-69 tilbage til fri obligationsudstedelse.

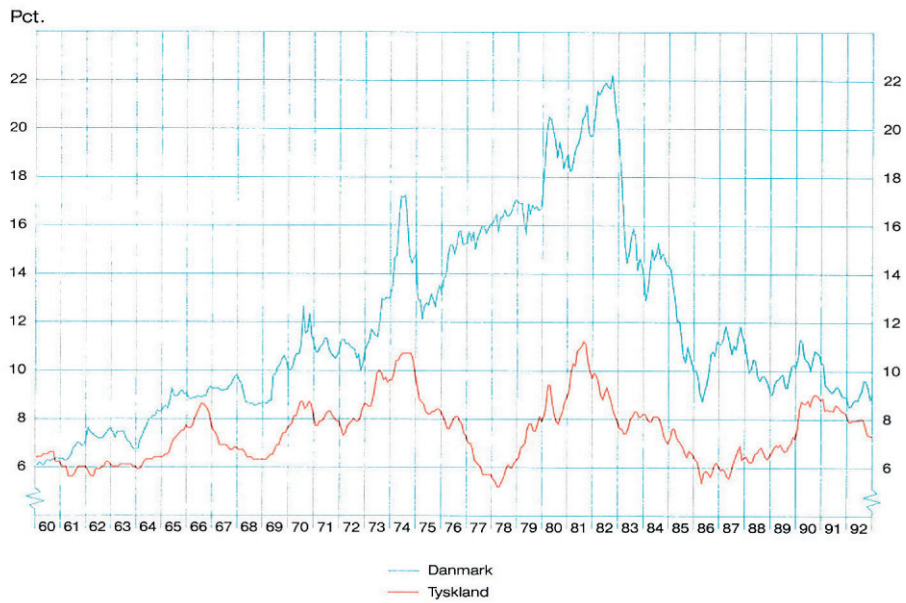
Det var ganske vist sigtet med realkreditreformen af 1970 – som omtalt nedenfor – at man, ved at klemme tillægslån næsten ud af institutternes långivning, skulle kunne opnå bedre balance i økonomien og en lavere rente.

Forhåbningerne blev gjort til skamme, idet den långivning, der blev klemt ud, fandt vej til pantebrevsmarkedet, som blomstrede op – især båret af behovet for at finansiere omsætningen af eksisterende boliger. Velfungerende pantebrevsmarkeder var i øvrigt kendt i flere andre lande.

Dette marked, der var uden restriktioner, blev efterhånden så effektivt, at renteforskellen til det åbne obligationsmarked mindskedes betydeligt.

Renten for lange lån var således i perioden fundamentalt set fri.

Figur III.4 Kapitalmarkedsrenter i Danmark og Tyskland 1960-1992



Kilde: Danmarks Nationalbank og OECD.

Anm.: Den danske rente: Indtil 1982 kreditforeningsobligationer med en løbetid på 30-60 år, 1982-1983 20-årig enhedsobligation, herefter 10-årig statsobligation stående lån.
Den tyske rente: Indtil 1984 renten for offentlig låntagning med mere end 3 års løbetid, herefter 10-årig statsobligation.
Månedsgennemsnit.

Som det fremgår af afsnit 4 nedenfor, blev der gjort adskillige forsøg på ved selektive foranstaltninger at begrænse kreditgivningen til visse formål – navnlig forbrug – og dermed påvirke opsparings-investeringsbalancen i den private sektor, men det kom ikke til at spille nogen rolle for udformningen af pengepolitikken.

Renten måtte være udslaggivende, hvilket illustreres i figur III.4, der viser forskellen mellem den danske lange rente og renteniveauet i Tyskland. Et lignende forløb, om end med noget mindre udsving i rentespændet, karakteriserede forholdet til dollarrenteniveauet.

Det ses, at renteforskellen var omkring 2 pct. over for Tyskland frem til begyndelsen af 1970'erne, hvorefter den bl.a. på baggrund af utrygheden ved valutakurspolitikken udvidedes drastisk til 10 pct. helt frem til stabiliseringspolitikkens gennembrud i begyndelsen af 1980'erne.

Det var en almindelig opfattelse, at det var udlånsloftet, der fik pengeinstitutterne til at tvinge kunderne til at optage lån i fremmed valuta, og det blev sikkert meget ofte brugt som argument, men drivkraften var også den store renteforskel, som rigeligt dækkede de kursjusteringer, som blev foretaget i anden halvdel af 1970'erne.

Det er klart, at begge faktorer spillede en rolle, og man kan ikke udskille virkningen af de to komponenter – pris og rationering – men det stigende rentespænd til udlandet er et udtryk for, hvor stort presset måtte være. Det kan også formuleres på den måde, at det var nødvendigt at have en stor prisfordel – lavere rente i udlandet – hvis det skulle lykkes at få låntagere til at acceptere at låne i udenlandsk valuta. Rentespændet var en nødvendig overtalelsesfaktor.

4. Kapitalstyring

I 1969 blev det klart demonstreret, at valutakurspolitikken måtte være den afgørende målsætning for pengepolitikken. Renteniveauet kom til at afspejle de fundamentale spændinger i økonomien og blev dermed udtryk for, at kun en forbedring af investerings-opsparingsbalancen og dermed betalingsbalancen kunne føre til et lavere renteniveau.

Det stigende underskud på betalingsbalancen afspejler uligevægten i økonomien, og det stigende renteniveau illustrerer den store belastning, pengepolitikken udøvede på økonomien.

Det er forståeligt, at der under disse forhold var adskillige ønsker om, at man ved en eller anden form for indgreb kunne få kreditsystemet til at fungere bedre. I praksis ville det sige, at man dels kunne nedskære lån til forbrug og håbe på dermed at øge opsparingen, dels fremme lån til formål, hvor markedsmekanismen virkede for hårdt – sociale boliger, skibsbygning, eksport, egnsudvikling etc.

Der er en fundamental forskel på at styre ved forbud mod kredit til bestemte formål sammenlignet med ydelse af kredit på gunstige vilkår til udvalgte formål.

I det sidste tilfælde strømmer lånsøgere til, og man kan vælge, hvem der skal imødekommes – i det første tilfælde udfordrer man den menneskelige opfindsomhed, og det differentierede kreditsystem finder nye veje til at tilfredsstille låneønsker.

Igennem perioden går der to linjer – en der bygger på forbud, og en der bygger på kredit til lav rente. Den første fik ikke nogen nævneværdig betydning for kreditgivningen, men kom til at spille en ikke ringe rolle i den politiske debat, jf. nedenfor. Derimod fik kredit af den sidste type en ganske væsentlig betydning.

Der er i denne forbindelse ikke grund til at gå i detaljer med alle særordningerne af sidste type, som stort set var et fællestræk i OECD-økonomikredsen – det sociale boligbyggeri, landbrug, skibsbygning, eksport og egnsudvikling. De er beskrevet udførligt i R.M., bl.a. p.215ff. og 302ff.

Særordningerne måtte i stor udstrækning betragtes som en politisk nødvendighed – en politisk prioritering over for en markedsmæssig – og de kunne uden større besvær indpasses i pengepolitikken. De medførte dog, at renteeffekten på den resterende del af den økonomiske aktivitet formentlig blev noget hårdere, end den ellers ville have været – det er dog vanskeligt at specificere sammenligningsgrundlaget.

Et særligt forhold bør nævnes her.

Det øgede pres mod erhvervslivet til at optage lån i udlandet kombineret med den stigende utryghed ved, om valutakurspolitikken kunne holde til en så overvurderet krone, medførte, at der rejste sig stærke røster for, at det offentlige under en eller anden form burde overtage valutakursrisikoen for lånene.

Industrirådet tog i 1975 sagen op og krævede, at det offentlige skulle overtage kursrisikoen – tilbyde en almindelig kursgaranti mod, at låntager betalte en mindre præmie, således at en lille del af rentefordelen gik tabt.

Dette ville for alvor svække de pengepolitiske muligheder for at holde igen på det indenlandske efterspørgselspres, og de generelle forslag blev da også afvist.

Presset var stigende, og i Folketinget var især De Konservative ivrige støtter af en ordning.

Dette var baggrunden for indførelse i 1977 af de såkaldte kurssikrede lån (K-lån) gennem Hypotekbanken. Konstruktionen var, at den statslige bank optog lån i fremmed valuta og udlånte kroneprovenuet til erhvervene til en lavere rente end den danske markedsrente.

Det var en konstruktion uden realitet, fordi den samlede offentlige låntagning blev fastlagt ud fra andre hensyn, hvorfor der ganske enkelt var tale om statslån til en lav rente.

De forskellige forslag om at styre ved forbud skabte større vanskeligheder, da de var systemfremmede.

Forbudsfilosofien omfattede bestræbelser på fra centralt hold at styre den knappe kapital, således at den tilgodeså såkaldt samfundsnyttige formål, der repræsenterede en anden og formodet højere prioritering end den, der fremkom ved at anvende den decentrale markedsmekanisme. Af planer kan nævnes realkreditloven af 1970, kapitalmarkedsrådet i 1971, kreditformidlingsloven fra 1973 og forslaget i 1980 om særlige overførsler af pensionsmidler, den såkaldte finansieringsreform.

I debatten om denne gruppe af ordninger blev det ofte anført, at en væsentlig årsag til opsparingsunderskuddet var den lette adgang til at få finansieret forbruget på basis af de såkaldte friværdier i ejerboliger, dvs. forskellen mellem den vurderede handelsværdi og den faktiske belåning af fast ejendom.

Det var næsten en besættelse for mange politikere af forskellig partimæssig observans at søge at hindre, at friværdierne kunne anvendes som sikkerhed for lån til forbrugsformål, og der blev her navnlig lagt vægt på den formodede forskel mellem parcelhusejere, der så deres formuer stige som følge af inflationen, og lejerne der ikke fik denne gevinst - men nok fordelen ved den lave regulerede leje, der ikke fulgte med prisudviklingen.

Det reelle problem var næppe så betydningsfuldt, som det blev gjort til, hvilket fremgik af de mange undersøgelser af det lånefinansierede forbrug, men det var fristende at bruge det politisk.

Den største del af afbetalingshandelen vedrører automobiler, der i vid udstrækning finansieres på anden måde end ved pant i fast ejendom. Andre former for forbrugerkredit finansieres sjældent ved pantebreve.

Ikke desto mindre blev begrænsning af tillægslån i eksisterende ejendomme et af de væsentligste træk i realkreditreformen af 1970.

Den skulle skabe en varig afløsning af den obligationsrationering, der var afviklet i 1968-69, og det var sigtet, at den skulle bidrage til at reducere mulighederne for lånefinansiering samt påbyde en hurtigere afdragsprofil af lånene og derved styrke den private opsparing.

Økonomiminister Poul Nyboe Andersen, der var drivkraften bag forslaget, karakteriserede det som ,,... forholdsregler, der er egnede til at opnå en bedre ligevægt i hele samfundsøkonomien.'' (Folketingstidende, 9. december 1969, sp.1924).

Det lød meget optimistisk, men der var adskillige, der var skeptiske over for effektiviteten af sådanne reguleringer, der jo i realiteten var udtryk for selektiv kreditpolitik.

Fra socialdemokratisk side blev der under forhandlingerne lagt vægt på, at man opnåede en styring af kapitalen til nyinvesteringer, mens belåning af eksisterende ejendomme blev stærkt beskåret.

Den oplagte konsekvens var udvikling af et pantebrevsmarked, og så var man måske lige vidt, når det drejede sig om den samfundsøkonomiske balance.

Niels Helveg Petersen bemærkede under folketingsdebatten:

,,Der er ingen tvivl om, at en del af den tillægsbelåning og omprioritering, der hidtil har fundet sted, vil finde sted alligevel ad andre kanaler. Men det væsentlige er, at man ikke hermed belaster obligationsmarkedet; dermed opnås vel, at tillægsbelåning og omprioritering bliver mere konjunkturfølsom, når de ikke knyttes som hidtil til en automatisk låneadgang.'' (Folketingstidende, 27. maj 1970, sp.6627).

Andre var betydelig mere håndfaste i deres vurdering. Således havde professor Kjeld Philip, der havde været formand for Realkreditkommissionen, følgende kommentar: ,,Og kan man ikke låne i realkreditinstitutionerne, vil der i stedet komme et udbud af pantebreve, eller man må optage banklån eller lignende.'' (Børsen, 14. november 1969).

Det er næppe for meget sagt, at den senere udvikling viste, at begrænsningerne ikke fik nogen betydning for balancen i økonomien, bl.a. fordi de gav stødet til dannelsen af et effektivt pantebrevsmarked, der især dækkede omsætningen af eksisterende ejendomme. Såfremt der var behov for lån til forbrugsformål, ville markedet selvsagt også kunne dække dette.

Denne skepsis kunne udtrykkes på den måde, at det ,,... næppe (er) muligt at styre investeringer eller personlig opsparing ved særlige finansieringsbestemmelser for en del af kreditmarkedet - i dette tilfælde realkreditten. Opfindsomheden er for stor.'' (2. april 1984).

Forestillingen om at kunne skabe bedre balance i økonomien ved at blokere for tillægslån levede dog videre gennem 1970'erne og fandt udtryk i det desperate tinglysningsforbud i 1979 for ejerpantebreve, der tjente forbrugsformål, jf. nedenfor, men herefter blev det opgivet, og lånereglerne blev gradvis normaliseret.

Fra Nationalbankens side blev der selvsagt ikke taget afstand fra sigtet med realkreditreformen i 1970. Restriktionerne kunne ikke skade og lå jo i en vis udstrækning på linje med sigtet med obligationsrationeringen fra 1965, men der var tale om virkninger på langt sigt og tilmed usikre virkninger. Det var for nemt at finde veje til at neutralisere reglerne.

Derimod må det i parentes bemærkes, at den samtidige, uovervejede indførelse af enhedsprioritering var uhensigtsmæssig. Den konkurrenceform, der hermed blev skabt om vurderingerne, var skadelig, hvilket var blevet påpeget i Realkreditkommissionens betænkning.

Styringsfilosofien gav sig udslag i andre og mere ambitiøse planer.

Det var et led i socialdemokratisk ideologi, at der burde ske en styring af kapitalen ud fra samfundsmæssige hensyn, der var at foretrække for fordelingen på et frit marked.

Disse forestillinger, der går langt tilbage, fandt udtryk i partiets valgprogram i september 1971.

,,Det private kapitalmarked må tilpasses den samlede økonomiske politik. Den knappe kapital må fordeles bedre, end det hidtil er sket. Derfor må der oprettes et kapitalmarkedsråd, som i overensstemmelse med de samfundsøkonomiske hensyn opstiller generelle retningslinjer for den alt for knappe kapitalmængdes anvendelse.'' (Socialdemokratiets 4-års program, 29. august 1971.)

Efter valget i efteråret 1971 og dannelsen af en socialdemokratisk regering drøftedes spørgsmålet på Jens Otto Krags initiativ med ham og økonomiminister Per Hækkerup.

Krag var enig i, at der ikke skulle opstå uenighed om afgrænsningen over for Nationalbankens pengepolitiske opgaver og bad om en skitse, der respekterede dette hensyn.

Fra Krags side var der ikke megen entusiasme bag forslaget, hvorimod Hækkerup forekom mere ivrig. Iveren blegnede dog betydeligt, da arbejdet kom i gang.

Det var nærliggende først at få et overblik over, hvilke grupper der - som regel på politisk foranledning - havde fortrinsstilling til at opnå kredit. Det blev hurtigt klart, at obligationsudstedelsen ,,... kommer fra en lang række af vore hellige køer'' (20. november 1972), og besværet med at rydde op her var bestemt ikke fristende.

Hækkerup havde udtrykkelig afvist detailstyring ved at udtale, at ,,... den styring af kapitalmarkedet, som vi tilsigter, skal ske ... ud fra generelle synspunkter og altså ikke som en detaljeret statslig styring af kapitalplaceringerne.'' (Folketingstidende, 24. november 1971, sp.822).

Efter drøftelse af et par ukontroversielle notater ebbede interessen ud, og møderne i Kapitalmarkedsrådet holdt op. Rådet ophævedes i 1983.

Det viste sig altså at være uhåndterligt.

Ikke desto mindre dukkede styringsfilosofien uventet op med voldsom styrke et par år senere.

Efter den alt for stærke udlånsekspansion i 1973 havde der i september samme år været drøftelser mellem regeringen, Nationalbanken og pengeinstitutterne om en skærpelse af det selektive element i aftalerne mellem banken og institutterne. Nationalbanken havde udarbejdet et udførligt notat, som mundede ud i følgende formulering:

,,For forbrugsfinansieringens vedkommende vil effekten utvivlsomt blive mindsket af øget indirekte finansiering fra pengeinstitutterne samt en opblomstring af det uorganiserede kreditmarked, herunder rene personlige lån, som ligger uden for enhver kontrol. Denne opblomstring vil eventuelt kunne få et sådant omfang, at øget kontrol med dele af det uorganiserede

marked vil være nødvendig, hvis begrænsninger i pengeinstitutternes udlån til forbrugsområdet skal have nogen mening. Det er dog højst tvivlsomt, om en sådan kontrol lader sig gennemføre med et nogenlunde rimeligt resultat.

Under alle omstændigheder vil man ved en selektiv kreditpolitik næppe kunne undgå en vis diskrimination mod lønmodtagere m.v. i forhold til selvstændige erhvervsdrivende."

Notatet var blevet sendt til regeringen i september, uden at der havde været særlige bemærkninger til det.

Den 2. oktober blev det herefter meddelt, at Hækkerup samme aften ønskede en forhandling med Nationalbankens direktion om et udkast til lov om kreditformidling, der skulle fremsættes to dage senere, og som i realiteten skulle indføre vidtgående selektiv styring og overføre aftalesystemet fra Nationalbanken til økonomiministeren.

Om aftenen blev det gjort klart, at på de vilkår ville Nationalbanken ikke forhandle, men hvis der var tale om at styrke Nationalbankens stilling over for pengeinstitutterne, ville banken være villig til at fremsætte kommentarer. Der kunne under ingen omstændigheder udadtil gives udtryk for, at forslaget med det varsel, der var givet, var blevet til efter forhandling med banken.

Hækkerup accepterede dette grundlag, og loven blev så i ændret form fremsat som planlagt og senere vedtaget med et snævert flertal.

En udtalelse til medierne om Nationalbankens principielle synspunkt på effektiviteten af selektiv kreditpolitik i overensstemmelse med de konklusioner, der fremgik af notatet, blev efterfulgt af en kraftig henstilling om tilbagetræden, når Nationalbanken var uenig i regeringens politik. Det viste sig, at der heller ikke her var politisk dækning.

Der blev herefter ført forhandlinger om en skærpelse af de selektive bestemmelser inden for aftalesystemet i stedet for at anvende loven. Pengeinstitutterne havde givet udtryk for, at de foretrak aftalesystemet fremfor loven, selv om der måske ikke var fuld enighed herom i organisationerne.

De nye regler blev et antiklimaks, idet der kun var tale om at lægge en dæmper på den lette adgang til visse personlige smålån.

Interesse for at anvende en sådan styring tonede ud – måske fordi det atter engang blev indset, at et sådant system ikke kan håndteres under markedsøkonomiske forhold. Kreditformidlingsloven blev ikke bragt i anvendelse og står derfor som monument over en politik, der ikke kunne realiseres.

Kapitalstyringsideologien dukkede midlertidigt op igen i 1979-80.

Den socialdemokratiske regering havde allerede i 1978 planer om at gennemføre et lovindgreb mod den formodede store strøm af forbrugsprægede pantebrevslån med dækning i friværdierne, men man endte med at slå sig til tåls med en aftale mellem Nationalbanken og forsikringsselskaber og pensionskasser, jf. R.M., p.213ff.

I slutningen af 1979 gik man imidlertid mere drastisk til værks og indførte

et tinglysningsstop for visse pantebreve for at hindre lån, hvor nogen „... på grundlag af inflationsgevinster i fast ejendom skaber sig et øget privatforbrug." Man ønskede tilmed „... en mere langvarig ordning, hvor vi ønsker en bedre styring af kapitalmarkedet ..." (Folketingstidende, 7. november 1979, sp.253).

Det måtte dog opgives, jf. R.M., p.214.

Et større projekt kom i foråret 1980.

Renten var kommet op i retning af 20 pct., og der blev så lanceret en såkaldt finansieringsreform af økonomiminister Ivar Nørgaard gående ud på, at de institutioner, der forvaltede pensionsopsparing, hvor rentetilskrivningen ikke beskattedes, frivilligt skulle udlåne store beløb til betalingsbalanceerhvervene til lav rente mod at få løfte om, at der ikke ville blive fremsat forslag om særlig beskatning af pensionsopsparingen.

Det var en slags studehandel.

Sådanne kreditter ville medføre en betydelig risiko for, at virksomheder ville søge at nedbringe deres lån i fremmed valuta. Det ville vanskeliggøre finansieringen af udlandsgælden og dermed underminere valutakurspolitikken.

Dette måtte Nationalbanken gøre opmærksom på i en debat, der strakte sig over halvandet år, hvilket dog blev taget yderst unådigt op. Statsminister Anker Jørgensen fremsatte den opfattelse, at Nationalbanken, når den fremhævede dette synspunkt, ikke havde den samme interesse for beskæftigelsen som regeringen.

Heroverfor måtte der gøres opmærksom på, at Nationalbanken havde været med til at etablere skibskreditordningen, eksportfinansieringsordningen og K-låneordningen, som i 1980 udbetalte små 5 mia.kr., og som alle havde et beskæftigelsesmæssigt sigte, men det havde været „... et ufravigeligt element i ordningerne, at man havde hånd i hanke med, hvad pengene blev benyttet til, fordi vi af hensyn til det stadige underskud på betalingsbalancen ikke har råd til at sænke det almindelige renteniveau i forhold til udlandet ..." (18. oktober 1981).

I den foreslåede ordning er der „... en klar, betydelig risiko for, at man for det første ikke får større investeringer og dermed beskæftigelse og for det andet en yderligere belastning af valutareserven." (ibid.).

Forslaget burde i virkeligheden ikke have fremkaldt denne skærmydsel med Nationalbanken. Bag kulisserne var der bogstavelig talt ingen, der troede, at det kunne realiseres, bl.a. fordi udformningen ikke hvilede på et professionelt grundlag. Det var næppe juridisk muligt for de pågældende institutter at anvende deres kunders indbetalinger til anbringelse under markedsrenten. Det gjaldt i hvert fald for forsikringsselskaber og den pensionsopsparing, der skete gennem pengeinstitutterne.

I sidste ende var det også dem, der afslog tilbuddet.

Alt i alt må man derfor konkludere, at de mange særordninger og forsøg på at indføre en central styring nok havde en vis betydning i den politiske debat, men ikke for udformningen af pengepolitikken.

Man må ikke af denne fremstilling få det indtryk, at debatten om selektiv kreditpolitik var noget enestående for Danmark. Den havde sine særpræg, men den fundamentale holdning genfandtes næsten overalt. Så sent som i foråret 1980 tog USA's præsident Carter initiativ til en pengepolitisk stramning, som bl.a. indebar en række selektive foranstaltninger rettet mod forbrugerkreditområdet. De blev hurtigt afviklet.

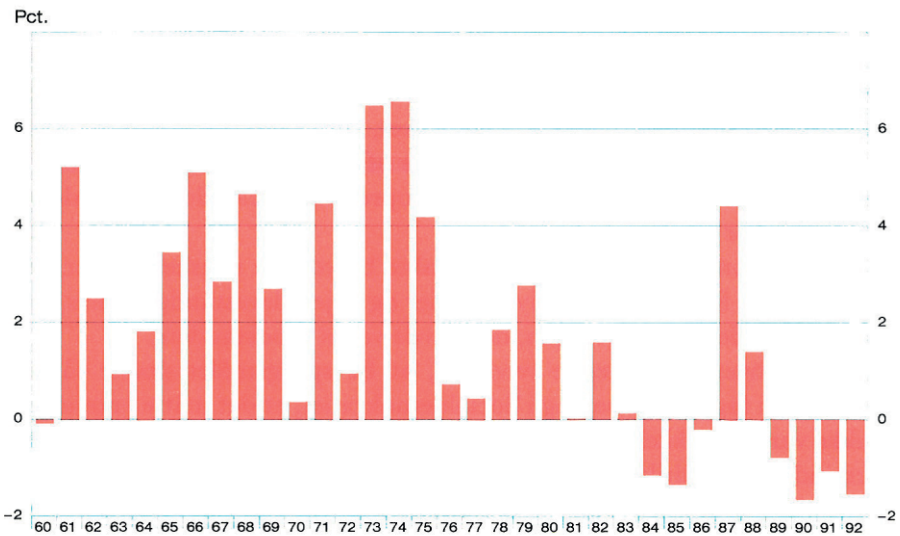
Forsøgene måtte bukke under for den markedsmekanisme, der var blevet udviklet og accepteret politisk.

5. Stigende inflation

Det fremgår af figurerne I.1 – I.3, at inflationen i Danmark i slutningen af 1960'erne og frem til anden halvdel af 1970'erne var klart stærkere end i det øvrige OECD-Europa, men derefter nogenlunde som gennemsnittet.

Lønstigningerne var også meget kraftige og nåede i midten af 1970'erne

Figur III.5 Danske merlønstigninger 1960-1992



Kilde: Danmarks Statistik og OECD.

Anm.: Forskel på årlig lønstigning for danske industriarbejdere og lønstigning i de øvrige europæiske OECD-lande sammenvejet som det effektive kronekursindeks, jf. anmærkningen til figur III.6

op på næsten 20 pct. om året, jf. tabel III.1. De lå væsentligt over de øvrige OECD-landes, og i perioder var den danske lønstigningstakt mere end 6 pct. højere end i udlandet, jf. figur III.5. Herved skærpedes den konkurrenceevneforværring, som allerede havde taget fart i 1960'erne.

Der var tale om pris- og lønstigninger af et sådant omfang, at de lå helt uden for det, man ville kalde indkomstpolitiske rammer. Her måtte målsætningen jo være at nærme sig til den realøkonomiske udvikling, hvor væksten lå på 3-4 pct. om året.

Det var ikke så underligt, at man fra Nationalbanken på linje med mange andre organer måtte fremhæve, at ,,... vor valgfrihed er blevet begrænset ved mange års underskud på betalingsbalancen og tilsvarende stiftelse af en meget stor gæld til udlandet. Hvis vi skal undgå en stigning i ledigheden er det nødvendigt, at stigningen i indkomster og priser bliver væsentlig lavere end i 1960-erne.'' (10. november 1970).

For Danmarks vedkommende var de første år af 1970'erne i den grad præget af debatten om medlemskab af EF, at de økonomiske ligevægtsproblemer i nogen grad blev skubbet i baggrunden.

Debatten om medlemskab kom til at dreje sig meget om økonomi, selv om det politiske element om engagement i Europa og indflydelse på de beslutninger, som blev truffet i EF, og som havde afgørende betydning for landet, måtte forekomme nok så vigtige.

Det var dog klart, at landbrugseksporten ville få store vanskeligheder, hvis Danmark ikke blev medlem, og at en fastholdelse af kronekursen i så fald ikke ville være troværdig.

Drøftelserne om dette forhold blev op til afstemningen stærkt dramatiseret i medierne. En redegørelse for beslutningsforløbet blev derfor givet umiddelbart efter afstemningen. Det blev fremhævet, at der mellem regering og nationalbank var enighed om, at det forud for afstemningen ville være utroværdigt at påstå, at valutakursen ville kunne opretholdes uændret i tilfælde af et nej (14. oktober 1972).

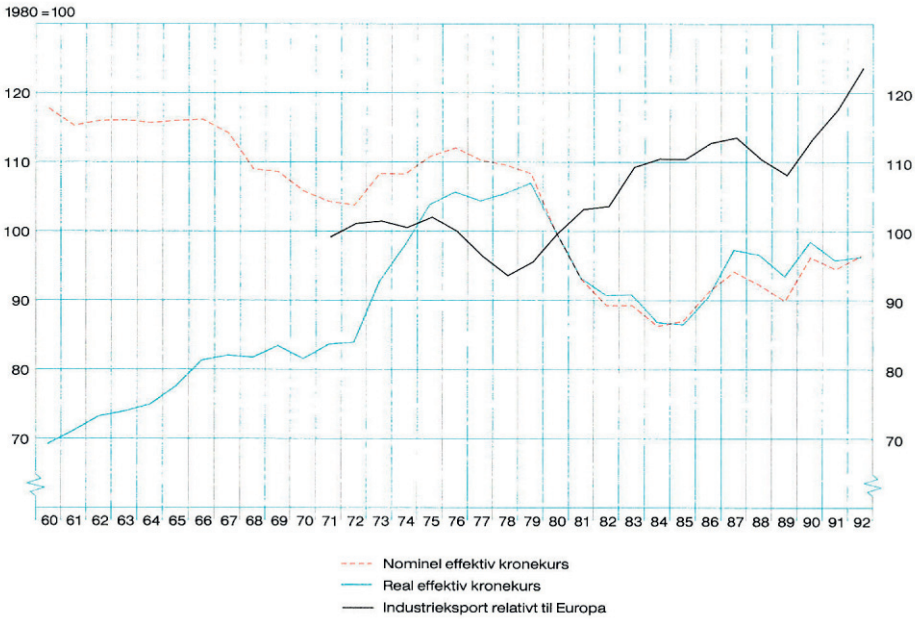
Splittelsen om medlemskab af EF skabte betydelige vanskeligheder, fordi der dels var en forventning om lysere tider og højere levestandard, dels en vis bitterhed hos de mange grupper, der havde været modstandere.

Der er i hvert fald næppe tvivl om, at EF-spørgsmålet skabte så store spændinger i fagbevægelsen og i Socialdemokratiet, at det måtte erkendes, at der ikke var tilstrækkelig solidaritet tilovers til, at der kunne skabes grundlag for en indkomstpolitik.

I en sådan situation ville betalingsbalancen hurtigt kræve stramning af den økonomiske politik, når inflationen blev for stærk, og en stramning ville uvægerligt gå ud over beskæftigelsen.

Det var et varsel om stigende vanskeligheder med at få en beskæftigelsesmålsætning til at fungere, når den eksploderede i en så kraftig inflation på

Figur III.6 Danmarks konkurrenceevne 1960-1992



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.
Anm.: Indekset for effektiv kronekurs er beregnet ved sammenvejning af kronekursen over for en række valutaer. Vægtene afspejler landenes betydning som konkurrenter i handelen med industrivarer. En stigning i indekset er udtryk for en forøgelse af kronens værdi. Ved beregning af den reale effektive kurs er yderligere korrigeret for forskelle i lønomkostningsudviklingen. Indekset for industrieksporten viser udviklingen i den danske industrieksport i forhold til industrieksporten fra de øvrige europæiske OECD-lande.

trods af, at levestandarden var stigende, og der ikke fra et indkomstfordelingsmæssigt synspunkt var stærke spændinger i samfundet.

I denne pressituation svigtede også pengepolitikken, idet udlånsstigningen blev for stærk.

Der var sket en meget kraftig udlånsforøgelse i 1973, 16 pct. på årsbasis, på trods af udlånsloftet – bl.a. ved, at udnyttelsesgraden på bankernes kreditbevillinger var steget fra 67 til 77 pct. i løbet af 1973 og begyndelsen af 1974. Det var atter et eksempel på, at pres i økonomien ikke kunne bremses fra pengeinstitutternes side via aftalerne med Nationalbanken. Det var derfor nødvendigt at foretage en opbremsning i pengeinstitutternes långivning, og det var ikke muligt at bremse den voldsomme stigning i obligationsrenten.

Den fastholdte valutakurs og de stærke lønstigninger resulterede i, at kronens reale effektive kurs steg med ikke mindre end 20 pct. fra 1972 til 1975, jf. figur III.6.

Der var af og til overvejelser om en aktiv devaluering, men når det kom til stykket, var der ikke udsigt til, at det kunne lykkes at opnå bred tilslutning til den realindkomstnedgang, der måtte være den nødvendige følge, hvis en sådan politik skulle lykkes.

Man måtte derfor fortsætte længe med en overvurderet valuta, som virkede hæmmende på vækst, beskæftigelse og betalingsbalance.

Et nyt og belastende moment var problemerne om Danmarks kreditværdighed.

Vor handlefrihed, der i forvejen var stærkt bundet, blev yderligere begrænset af, at de store uligevægte i det internationale betalingssystem som følge af olieprisforhøjelserne havde betydet, at ,,... problemet om kreditværdighed begynder at spille en stigende rolle for de svagt stillede lande.'' (16. maj 1974).

I den internationale presse dukkede flere og flere kreditværdighedsanalyser op, og det kunne ikke undgås, at ,,... der er forskellige forhold, der ikke pynter, når de bliver trukket frem i dagslyset. Vor inflation er et af dem.'' (25. juni 1974).

Den offentlige debat om kreditværdighedsproblemet var ikke tilfredsstillende, fordi der altid var en forkærlighed for at stille spørgsmål, om vi i den umiddelbare fremtid ville kunne få lån eller ej.

Det var næsten umuligt at skabe forståelse for, at det ikke drejede sig om et akut problem, men om vilkårene på lidt længere sigt.

Bag kulisserne var der i hvert tilfælde ikke tvivl om, at den politiske bevægelsesfrihed var blevet indskrænket, fordi markederne omgående ville reagere, hvis penge- og finanspolitikken blev utroværdig.

Man måtte konstatere, at ,,... vi i penge- og finanspolitikken har mistet store dele af vor bevægelsesfrihed til at tage tilstrækkeligt hensyn til beskæftigelsen.'' Det måtte derfor konkluderes, at vi ,,... i dag kun kan beskytte beskæftigelsen ved en målbevidst indkomstpolitik.'' (25. juni 1974).

Den kom ikke.

I begyndelsen af 1974 var det stadig den kraftige inflation, der stod i centrum. Med ca. 15 pct. inflation og lønstigninger på 20 pct. var det ,,... ganske åbenbart, at vi er ved at nærme os en konfrontation, hvor fuld beskæftigelse og inflation kommer til at stå over for hinanden.'' (16. maj 1974).

Den konfrontation kom, og det var beskæftigelsesmålsætningen, der måtte vige.

6. Konjunkturnedgang

I 1973-75 kom den første egentlige konjunkturnedgang i Vesteuropa efter Den Anden Verdenskrig med et fald i nationalproduktet i 1975.

For Danmarks vedkommende var der tale om nedgang både i 1974 og

1975, og dette førte sammen med andre forhold til en væsentlig ændring af den pengepolitiske problemstilling.

Det medførte, at Nationalbanken måtte gøre finansieringen af statens underskud til et principspørgsmål.

Der var ganske vist ikke nogen udbredt enighed om vurderingen af konjunkturtilbageslaget, men hvis man lagde vægt på de tidligere nævnte forhold - reaktionen mod stigningen i den offentlige sektor og en vis mætning af boligefterspørgslen - måtte man forudse en periode med svagere vækst end i de foregående årtier og derfor større ledighed og svækkede statsfinanser.

Hertil kom, at virkningen på statsfinanserne ville blive forstærket ved den indkomstskattelettelse fra januar 1975, som var gennemført under Venstreregeringen, og som kun delvis var dækket ved besparelser - en af 1970'ernes mest markante fejldispositioner.

Den nye socialdemokratiske regering, der var blevet dannet efter valget i januar 1975, var selvsagt ikke indstillet på at skaffe dækning for indkomstskattelettelsen.

Man måtte derfor som noget nyt forudse, at staten ville få et finansieringsbehov, som nemt kunne blive af langstrakt varighed, hvis kraften var ved at ebbe ud af efterkrigstidens højkonjunktur.

Under disse forhold skulle der nødig pustes liv i den gamle debat om, hvorvidt statens adgang til at trække på Nationalbanken krævede lovmæssig bemyndigelse ifølge grundlovens § 43 eller alene var begrænset ved det politiske ministeransvar over for Folketinget (jf. Dansk Pengehistorie, bind 2, p.287ff., herunder fodnote 2, p.290).

Det ville skabe stærke spændinger mellem regeringen og Nationalbanken og ville desuden få indflydelse på vurderingen af landets kreditværdighed.

Ved samtaler med Per Hækkerup i februar 1975 opnåedes enighed om, at der burde søges tilslutning til, at statens finansieringsbehov skulle dækkes ved salg af statspapirer og ikke ved træk på Nationalbanken, og der blev nedsat et lille udvalg til at udarbejde en indstilling herom, jf. R.M., p.187.

Det viste sig imidlertid at være overordentlig vanskeligt at sikre den fornødne tilslutning i Folketinget til dette princip - forventningen var, at det umiddelbart fik den virkning, at det ville bremse et eventuelt rentefald.

For Nationalbanken var det måske også en svaghed, at den umiddelbare forbindelse mellem likviditet og udlånsekspansion tilsyneladende var skåret over ved aftalen om udlånsloftet, hvorfor man kunne fristes til at tage noget lettere på en forøgelse af likviditeten.

Tidligere økonomiminister Poul Nyboe Andersen var den skarpeste kritiker, da regeringens plan om at optage et statslån til neutralisering af likviditetsvirkningen af det statslige kasseunderskud blev fremsat i april 1975. Argumentet var, at en sådan neutralisering ville ,,påvirke kurserne på kreditforeningsobligationer i ugunstig retning til skade for byggeriet.'' (Berlingske

Tidende, 9. april 1975). Man måtte indtil videre benytte andre midler til at styre udviklingen.

De Konservative og andre partier var også afvisende og stemte ligesom Venstre imod lovforslaget, der blev gennemført i juni 1975.

Nationalbankens holdning blev i løbet af 1975 formuleret skarpere og skarpere. Det blev nævnt, at det „... største pengepolitiske problem har været og vil i det kommende år være finansieringen af de meget store underskud på statsfinanserne." Det blev understreget med henvisning til besættelsestiden. „Vort pengesystem led stor skade under den anden verdenskrig, og det ville være utilgiveligt, hvis vi nu lader en lignende udvikling ske, fordi det på kort sigt kan medføre et lidt lavere renteniveau, når realiteten er, at det på længere sigt river grundlaget væk under den stabiliseringspolitik, som blev indledt i foråret." (26. november 1975).

Endelig blev det i begyndelsen af 1976 fremhævet, at pengemængden var steget „... med eksplosiv hast, og vi må derfor nu indtage det standpunkt, at hele statens finansieringsbehov for det kommende finansår dækkes på anden måde end ved træk på Nationalbanken." (16. januar 1976).

De negative holdninger var tøet noget op allerede i efteråret 1975. Princippet om, at underskud på statsfinanserne skal dækkes ved salg af statsobligationer i markedet, blev langsomt accepteret. I begyndelsen af 1977 kunne det konstateres, at „... der efterhånden er fuld enighed om, at dette er nødvendigt, hvis man ikke vil gøre vor pengepolitik fuldstændig uholdbar ved at lade Nationalbanken finansiere underskuddet." (15. april 1977).

Det varede dog adskillige år, inden det blev en ufravigelig regel.

Et yderligere forsøg på at cementere holdningen blev gjort ved en brevveksling med finansminister Knud Heinesen.

I forbindelse med forhandlinger om forrentning af statens saldo i Nationalbanken ønskede banken et klart tilsagn om, at nettogæld over en vis minimal størrelse skulle udløse forhandlinger om at bringe nettogælden ned ved salg af statspapirer til markedet.

Svaret var undvigende bortset fra, at det erklæredes, at det var en selvfølge, at der kunne optages forhandlinger, hvis en af parterne mente, at der var opstået likviditetsproblemer som følge af bevægelser i statens nettostilling, jf. R.M., p.188.

Af større betydning var det formentlig, at den regelmæssige kontakt mellem de økonomiske ministre og Nationalbankens direktion styrkedes.

Tiden arbejdede for grundsynspunktet, at statens finansieringsbehov måtte løses ved salg af statspapirer til markedet, jf. herom IV.6.

Den internationale konjunkturudvikling var i årene 1974-76 præget af samme træk som den danske. Der var stærk inflation og stigende arbejdsløshed.

Men der var sket et omslag. Inflationen blev nu klart anset for en større risiko for samfundene end stigningen i ledigheden.

Et møde i Rambouillet i november 1975 mellem de seks største OECD-lande bekræftede det almindelige billede, at der havde været en tøvende indstilling til at anvende den økonomiske politik til at sætte kraftigt skub i økonomien.

De tre valutarisk stærkeste lande, USA, Vesttyskland og Japan, gav udtryk for, at de havde gjort tilstrækkeligt.

,,Årsagen til denne tøven er uden tvivl, at man overalt har gjort den erfaring, at den kraftige inflation i 1973 og 1974 medførte en uholdbar samfundsmæssig belastning.

Bekæmpelsen af inflationen kom i centrum for den økonomiske politik, uanset at det medførte, at man måtte tage mindre hensyn til beskæftigelsen, end vi har været vant til.'' (26. november 1975).

Det var ligeledes opsigtsvækkende, at den engelske regering - efter en inflation på 25-30 pct. - udsendte en redegørelse til samtlige husstande om det anti-inflationsprogram, der blev indledt med indkomstpolitikken, og hvor det hed, at det var en betingelse for at overleve, at inflationen blev bremset.

Tiltroen til, at indkomstpolitikken var en farbar vej, var dog generelt blevet svækket, selv om man på forskellige måder søgte at holde den i live. Til syvende og sidst var den fornødne solidaritet ikke til stede.

Den kraftige stigning i arbejdsløsheden i 1973 og 1974 havde bevirket, at den socialdemokratiske regering i sommeren 1975 af hensyn til beskæftigelsen overvejede en ekspansiv økonomisk politik, men på baggrund af presset fra betalingsbalancen nøjedes man med en midlertidig stimulering i afventen af, at den internationale konjunktur igen skulle dreje opad.

I samarbejde mellem Nationalbankens direktion og to økonomiske departementschefer blev der i løbet af sommeren udformet retningslinjer for en sådan politik, der senere blev vedtaget, og hvis tyngdepunkt var en midlertidig momsnedsættelse fra 15 til 9¼ pct., gældende fra september 1975 til marts 1976.

Nationalbanken var således enig i, at forsøget burde gøres, og støttede det også med en lempelse af pengepolitikken, bl.a. gennem en sænkning af diskontoen og en forhøjelse af udlånsloftet.

Det internationale konjunkturopsving blev imidlertid svagere end forventet, og stimuleringen af den danske økonomi i 1975-76 blev forstærket af virkningerne af den tidligere omtalte ufinansierede indkomstskattelettelse, således at lempelsen af den økonomiske politik blev konjunkturmedløbende.

Efterspørgslen steg for kraftigt, og det blev hurtigt klart, at der måtte bremses igen, fordi betalingsbalancen forringedes voldsomt.

Pengepolitikken måtte derfor allerede i slutningen af 1975 som den første reaktion på uligevægten strammes, uanset at Nationalbanken havde været enig i, at man forsøgte en indsats for at hindre en yderligere stigning i arbejdsløsheden. I december 1975 blev det over for Anker Jørgensen gjort klart, at presset på betalingsbalancen ville medføre en stigning i renteniveauet.

Renten steg, og det blev forsøgt endnu en gang at begrænse obligationsudstedelsen og hindre en yderligere stigning i obligationsrenten ved støtte fra Nationalbanken. Efter at banken gennem massive opkøb af obligationer havde dæmpet stigningen i obligationsrenten i begyndelsen af 1976, måtte denne politik opgives af hensyn til valutaudviklingen. Et tilsvarende forløb prægede i øvrigt den vesttyske pengepolitik i efteråret 1975.

Det blev således en kortvarig affære.

Omslaget i pengepolitikken var „... det første tegn på, at vi er ved at nå grænsen for vor handlefrihed." Den kan defineres således, at „... vor handlefrihed i retning af at forbedre beskæftigelsen er stærkt begrænset i det omfang, den skal hvile på yderligere gældsættelse til udlandet ..." (9. juli 1976).

Grundlaget for en ekspansionspolitik – en målbevidst indkomstpolitik – havde igen ikke kunnet præsteres i 1975-76.

Det var i disse år, den afgørende konfrontation skete mellem inflation og beskæftigelsesgrad, og „... valget i de toneangivende lande er blevet, at man er villig til at acceptere en væsentlig højere arbejdsløshed i nogle år i håb om at begrænse prisstigningerne." (11. august 1976).

Danmark havde ved denne lejlighed fået „... en meget håndfast belæring om, at vi ikke har store muligheder for at føre en økonomisk politik, der afviger væsentligt fra den, der føres i de toneangivende lande inden for OECD." (15. april 1977).

7. Rådvildhed og afgrundsdebat

Da de internationale konjunkturer ikke skabte medvind for dansk økonomi, besluttedes det i efteråret 1976 at lægge den økonomiske politik om ved at stramme finanspolitikken og søge at forbedre konkurrenceevnen ved en kraftig opbremsning af indkomstudviklingen. Man accepterede med andre ord det snævre spillerum.

Denne politik blev fulgt op af en yderligere stramning i 1977, som dog blev mildnet ved en række beskæftigelsesfremmende foranstaltninger, der forventedes at lægge begrænset beslag på import. Det kom til at gå under navnet „twist-politik", som sigtede mod at fremme beskæftigelsen uden at forringe statsfinansernes nettostilling og betalingsbalancen.

Samtidig indledtes – på tysk initiativ – en periode med en række mindre tilpasninger af valutakurserne inden for slangesystemet, hvor kronen fra

1976 til september 1979 i alt blev nedskrevet med 26 pct. over for D-mark, jf. figur IV.3, side 90.

Intentionerne om at forbedre konkurrenceevnen lykkedes imidlertid ikke.

Stigningen i timelønnen syntes at være låst fast på omkring 10 pct. om året, uanset at arbejdsløsheden steg, og da konkurrenceevnen ikke forbedredes, var underskuddet på betalingsbalancen heller ikke til at komme til livs.

Dansk økonomi var ved at gro fast i lav vækst, høj ledighed, inflation og stigende gæld til udlandet.

Danmarks omdømme i udlandet var i disse år nedadgående med den vurdering, at velfærdssystemet ikke rigtig kunne fungere og i en vis udstrækning måtte finansieres ved låntagning.

Vel var der modgang udefra – bl.a. den anden runde af olieprisforhøjelser – men udviklingen gik også af indre årsager i den gale retning med en næsten skæbnesvanger ubøjelighed.

Forsøgene på at stabilisere økonomien kom til at virke halvhjertede og førte til tider ud i en debat, om lønmodtagersamfundet var uhjælpeligt ustabilt. Det medførte også en vis apati over for den økonomiske politik.

Pengepolitikken blev udsat for en stor belastning, både fordi den svagere tillid til valutakurspolitikken lagde en bremse på privat låntagning i udlandet, og fordi de stigende underskud på statsfinanserne blev finansieret ved salg af korte statspapirer, idet man troede, at det ville være billigere.

Det var det ikke, men der forfaldt løbende store beløb til betaling, og pengepolitikken stilledes derfor over for den næsten uløselige opgave samtidig at sikre kontrol med den indenlandske kreditudvidelse og undgå alt for alvorlige spændinger på penge- og kapitalmarkedet, dvs. alt for ekstreme rentestigninger.

Alt blev taget i brug – herunder aftaler om begrænsning af forsikringsselskabers og pensionskassers långivning og skærpet indsats mod pengeinstitutternes lån til forbrugsformål, der senere blev fulgt op af det desperate politiske forsøg på at bremse privates låntagning til forbrugsformål ved tinglysningsstoppet i slutningen af 1979.

Situationen var ved at blive uholdbar, og på et møde i august 1979 med en række ministre – Anders Andersen, Arne Christiansen, Henning Christophersen, Knud Heinesen, Anker Jørgensen og Erling Olsen – fremhævedes den stærkt tilspidsede situation.

Nationalbanken havde udarbejdet et notat, hvor det blev påpeget, at væksten i rentebyrden på udlandsgælden "... gør det dødsensfarligt at satse på en kun langsom reduktion af underskuddet."

Det ville være hasarderet ikke at arbejde på en kraftig nedbringelse af underskuddet. Bl.a. ville der være „... politiske risici for stadig skarpere konfrontationer", og det måtte „... klart erkendes, at Danmarks internationale anseelse ... vil svækkes mere og mere." Det blev tilføjet, at udlandets vur-

dering, der længe havde været skeptisk, var ved at svinge over i decideret negativ retning.

Udtalelserne gav ikke noget resultat. Det viste sig endog, at nogle af deltagerne i mødet et par måneder senere ikke erindrede, at der var blevet afleveret et specielt notat.

Derimod kom det til at vække betydelig opsigt, da grundsynspunktet blev gentaget i et interview i Berlingske Tidende den 28. oktober 1979, hvor det blev fremhævet, at underskuddet på betalingsbalancen „... er i gang med at forringe vores kreditværdighed i udlandet. Dét er der overhovedet ingen tvivl om." Det blev præciseret, at efter „... min mening bør der ... være grebet ind inden jul."

I et TV-interview samme dag erklærede Knud Heinesen, der havde afslået at fortsætte som finansminister i den nye socialdemokratiske regering, men var blevet formand for folketingsgruppen, at han var enig i vurderingen, og under samtalen kom ordet afgrund i forreste linje.

Spørgsmål: „... Hvor tæt er vi ved den afgrund, vi har talt om så mange gange?"

Knud Heinesen: „Jeg tror for det første, at Hoffmeyer har helt ret i, at hvis der ikke sker noget nu i de kommende måneder, så forringes vore lånevilkår. Og når du snakker om afgrunden, så ville jeg sige, at nogen fremstiller det, som om vi kører på kanten af afgrunden. Det gør vi ikke, men vi har kurs imod den, og vi kan se den. Vi kan se den tydeligt, og jeg ville skønne, at vi var to til tre år fra den, og derfor drejer det sig om at få skuden vendt. Og når jeg i den forbindelse taler om afgrunden, så er det en situation, hvor vi direkte eller indirekte får dikteret vores økonomiske politik udefra. Derfor er det helt fantastisk vigtigt, at vi nu når frem til en løsning på problemerne."

Situationens alvor – og regeringens bevidsthed herom – fremgår af statsminister Anker Jørgensens reaktion på udtalelserne i hans dagbogsoptegnelser. „Så Knud Heinesen i et stort TV-interview. Han sagde, at Danmark økonomisk var på vej ud over afgrunden. Det var lidt stærkt sagt. Hvorfor? – netop som han forlader ... den synkende skude? På den anden side, så er det måske godt, at folk bliver klar over, at situationen er alvorlig." (Anker Jørgensen: Brændingen. Fra mine dagbøger 1978-82).

Ordet afgrund fængede, og der blev behov for en klaring af, hvad en sådan katastrofekurs indebar.

I en avisartikel var udgangspunktet en sammenligning med Hogarth's serie på seks billeder „The Rake's Progress" – „En vellystnings levned".

De enkelte skridt mod opløsningen er:

„1. Vi mister vor bevægelsesfrihed.

... Det er forlængst blevet gjort klart, at den kraftige gældsætning til udlandet har berøvet os vor pengepolitiske bevægelsesfrihed ...

2. Vi mister international respekt og dermed indflydelse.
   ... Respekten for os i udlandet er dalet i takt med denne udvikling (gældsætningen), og det betyder, at vor internationale indflydelse er blevet endnu mindre, end den har været før ...
3. Vi får vanskeligheder ved at låne.
   ... Men vi mister troværdighed, når vi år efter år fortæller, at nu er der en plan undervejs, der vil bidrage så og så meget til at bringe underskuddet på betalingsbalancen ned, og det så viser sig, at det er lige så galt næste år – eller måske endda værre. Ansigterne hos vore kreditorer ser mere og mere vantro ud, og der bliver længere og længere mellem positive og anerkendende kommentarer ...
4. Vi må bede om assistance fra internationale organer.
   ... Det er her en fast regel, at man skal møde med et program ...
5. Der dannes et konsortium af vore kreditorer.
   ... Så må man søge at forhandle med kreditorerne om en afviklingsordning, som selvsagt vil lægge et uhyre pres på vor økonomi ...
6. Vort velfærdssamfund og politiske stabilitet går i opløsning.
   ... Der skal ikke megen fantasi til at forestille sig de kolossale spændinger, der vil opstå i vort samfund, hvis vi pludselig skal til at skrue udviklingen tilbage.
   De forskellige grupper i samfundet vil gøre desperate forsøg på at undgå nedskæringer, hvilket uvægerligt vil medføre mere inflation og forringelse af den politiske stabilitet.
   Man kan ikke klart forudsige, hvordan en sådan proces vil forløbe, men vi har i de senere år set eksempler i andre lande på, hvorledes inflation og opløsningstendenser har skærpet de politiske modsætninger.
   Vi er nået et stykke ind i fase 3, men er endnu ikke kommet til 4, 5 og 6.
   Det kommer vi, hvis de store underskud fortsætter, og det vil være at styre mod en afgrund af selvødelæggelse ...''

(10. januar 1980).

Tonen i debatten var blevet skarpere, og kreditværdighedsproblemet var for første gang rykket frem i forreste række.

Artiklen om afgrunden gav anledning til bitterhed og et specielt møde med regeringen, uanset at der var tale om samme synspunkter, som var indeholdt i notatet fra august 1979.

Mødet endte i enighed, men der blussede straks en debat op om betimeligheden af Nationalbankens uafhængige stilling.

8. Sammenfatning

Mens 1960'erne sluttede med skuffelse over, at forventningerne til en samordningspolitik ikke gik i opfyldelse, idet prisstigningerne og betalingsbalan-

ceunderskuddet blev større end acceptabelt, var 1970'erne langt værre, fordi man her stod med flere forgæves forsøg på at holde fast ved beskæftigelsesmålsætningen, men hvor hverken de indre eller ydre forhold gjorde en sådan politik farbar.

Så snart beskæftigelsesgraden gik i vejret, slog det ud i stigende inflation, øget gæld til udlandet og et ødelæggende højt renteniveau.

Der blev gjort mange forsøg på at holde fast i beskæftigelsesmålsætningen, men de lykkedes ikke, fordi der ikke var nogen indkomstpolitisk basis at bygge på.

I så fald resulterer stadige forsøg på at forøge beskæftigelsen gennem den almindelige økonomiske politik i nederlag, hvor man står tilbage med både inflation, arbejdsløshed og en stigende gæld til udlandet.

I Appendiks 1 er der givet en oversigt over de indkomstpolitiske indgreb 1962-90. Der skal ikke her forsøges en analyse af indkomstpolitikken, men det er ofte nævnt i den foregående fremstilling, at det ikke lykkedes at forbedre konkurrenceevnen ved løntilbageholdenhed.

Dualismen i indkomstpolitikken kunne formuleres på den måde, at det måtte komme til at stå ,,... som en skarpere realitet for den enkelte, at han ikke den ene dag kan stemme en politiker ind i Folketinget med besked om at sørge for fuld beskæftigelse og den næste dag stemme en mand ind i sin pressionsgruppe ... med besked om for enhver pris at sørge for stærke indkomststigninger.'' (25. marts 1976).

Vurderingerne af indkomstpolitikken i denne periode fra andre sider end Nationalbanken er også overvejende negative. Det påpeges især, at der manglede et virkeligt politisk engagement i og forståelse for forudsætningerne for at skabe en indkomstpolitik.

Således anfører Jørgen Estrup, at ,,... der (er) grund til at spørge, om det primære sigte i det hele taget er indkomstpolitik'', idet flere af indgrebene er knyttet til pludselig opståede situationer (Økonomi & Politik, 1982:4).

Svend Auken og Jacob Buksti mener, at ,,Indkomstpolitikken havde betydning som en måde, hvorpå man kunne ,,legitimere'' indgreb, der ikke primært var indkomstpolitisk motiverede.'' (Økonomi & Politik, 1975:3).

Endelig er der grund til at nævne vurderingen fra Knud Heinesen og Poul Nyrup Rasmussen, der taler om Socialdemokratiets og fagbevægelsens grundopfattelse, at der er ,,... behov for styring og planlægning i samfundet. Og ikke mindst fagbevægelsen understregede kraftigt, at indkomstpolitik nødvendigvis måtte være baseret på en bred, flerårig indsats, som inddrager langt flere virkemidler i erhvervspolitik og beskæftigelsespolitik.'' (Midt i Strømmen, 1982). Hermed tages der ikke afstand fra indkomstpolitik, men de nævnte forudsætninger for tilslutning fra fagbevægelsen gør det urealistisk at forvente positive resultater på baggrund af, at udviklingen så klart går i retning af markedsøkonomi.

Det er forståeligt, at udviklingen endte i rådvildhed og mismod, men det er positivt, at det førte til den holdningsændring i befolkningen, der skabte basis for den stabile udvikling i 1980'erne.

Pengepolitikken var i et vanskeligt dilemma.

Der var ingen tvivl om, at der var ønske om at støtte beskæftigelsesmålsætningen, f.eks. i 1975, men udlandsgælden var så tyngende, at det igen og igen var nødvendigt at stramme til.

Pengepolitikken blev derfor det mest markante udtryk for den fundamentale økonomiske uligevægt, hvilket selvsagt skabte modvilje.

Det kom i særdeleshed frem, når Nationalbanken måtte tage afstand fra forslag om at lette presset fra den høje rente, hvis forslagene truede med at underminere den målsætning, der var valgt.

IV. Stabilitet med forhindringer

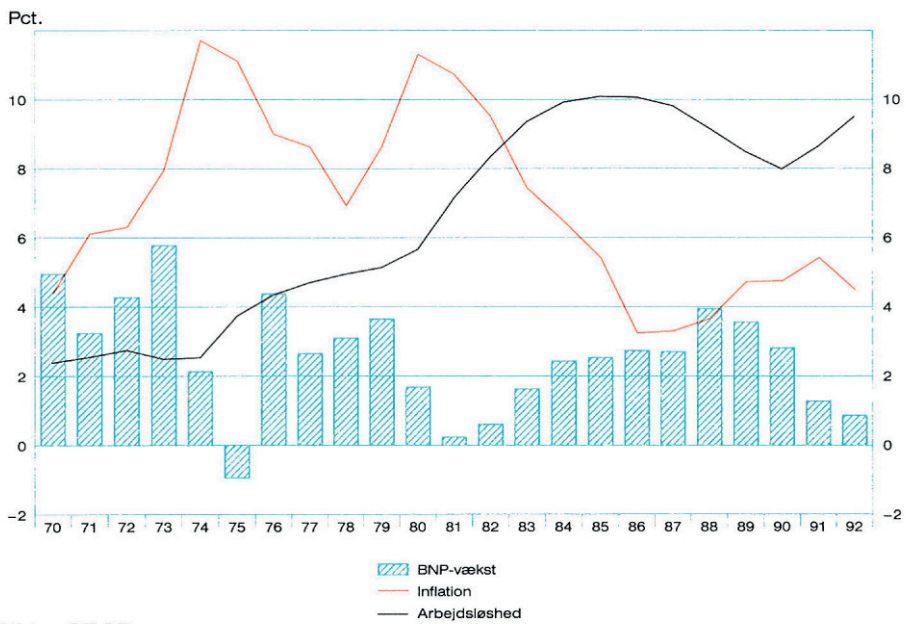
1. Baggrund

Det økonomiske billede i den vestlige verden ændrede sig markant i 1980'erne. Inflationen tog af, den økonomiske vækst blev mindre, og arbejdsløsheden steg.

Der kan næppe gives nogen tilfredsstillende forklaring på, at den samlede efterspørgsel steg mindre kraftigt, men der var ikke længere nogen entusiasme for at anvende finanspolitikken eller pengepolitikken til at stimulere den samlede efterspørgsel. Den såkaldte Reagan-ekspansion i USA i begyndelsen af 1980'erne gik under et andet navn end sædvanlig finanspolitisk lempelse, men var en traditionel stimulans ved sænkning af skatterne og forøgelse af udgifterne. Den fik også den almindelige virkning – en umiddelbar kraftig ekspansion og et underskud på statsfinanserne, som ikke var til at komme af med.

Den europæiske inflation var omkring 10 pct. fra slutningen af 1970'erne til begyndelsen af 1980'erne, hvorefter den faldt næsten konstant til omkring

Figur IV.1 Europæisk vækst, inflation og arbejdsløshed 1970-1992



Kilde: OECD.

Anm.: Vækst i bruttonationalproduktet, prisstigningstakt – målt ved år-til-år stigning i forbrugsdeflatoren – og arbejdsløshedsprocent i de europæiske OECD-lande.

4 pct. i midten af 1980'erne og blev omkring dette niveau i de følgende år.

Det fremgår af figur IV.1, at der i begyndelsen af 1980'erne – atter i forbindelse med en midlertidig kraftig forhøjelse af oliepriserne i 1979 – kom en ny betydelig konjunkturtilbagegang med yderligere stærk stigning i ledigheden, som forblev nogenlunde uændret, selv om der efterhånden kom mere gang i væksten.

Den stigende produktion var altså ikke tilstrækkelig til at reducere arbejdsløsheden noget videre. Den blev på niveauet 8-10 pct.

Niveauskiftet i arbejdsløsheden gav nok anledning til bekymring, men ikke til større politiske spændinger, selv om der var nogle få lande, der engagerede sig i en ekspansionspolitik i 1981. Det var i særdeleshed Frankrig og Sverige og til en vis grad Danmark.

Alle tre måtte hurtigt give op. Danmark i eftersommeren 1982, der endte med den socialdemokratiske regerings afgang, Sverige med den store devaluering i oktober 1982, der i de følgende år gav anledning til stærke politiske spændinger, og Frankrig i forbindelse med devalueringen i marts 1983, hvor den økonomiske politik så at sige på én dag blev ændret radikalt.

I alle tre tilfælde var det konkurrenceevnen og betalingsbalancen, der tvang myndighederne til et skift i retning af at lægge mere vægt på stabilitet end ekspansion.

Man måtte følge den fremherskende indstilling.

Dette skift i holdning vedrørende stabilitetspolitikken gjorde sig som allerede omtalt i det foregående hovedafsnit gældende i 1970'erne, men kom nu til fuld udfoldelse.

Det er vanskeligt at analysere dette holdningsskift, fordi der ikke har været en eksplicit politisk debat om emnet.

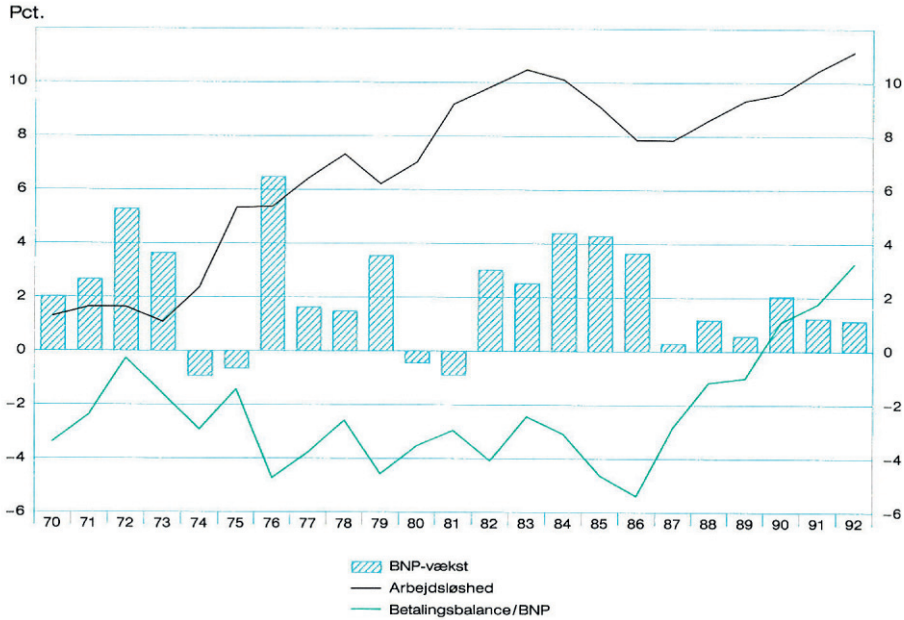
Der skete en ændring, men det er „... næppe rigtigt at sige, at politikere i de forskellige lande bevidst foretog en omprioritering, men snarere, at de formidlede den utryghed, som den kraftige inflation skabte blandt vælgerne." (5. september 1986).

Det blev gennem 1980'erne den fremherskende opfattelse, at den traditionelle finanspolitiske ekspansion ikke havde nogen videre varig effekt på beskæftigelsesudviklingen, men skabte andre ubehagelige problemer såsom svækkelse af betalingsbalancen og stigning i statsgælden og dermed i renteudgifterne. Den store forventning til finanspolitikken, som havde præget 1960'erne, var slået over i sin modsætning. Budgetbalance blev næsten et dogme.

For Danmarks vedkommende var der i mange henseender tale om parallelitet med de andre europæiske OECD-lande – og også de øvrige OECD-medlemmer.

Det er dog bemærkelsesværdigt, at tilpasningen i dansk økonomi blev langt mere dramatisk og dybtgående og efterhånden bragte os til at være

Figur IV.2 Vækst, arbejdsløshed og betalingsbalance i Danmark 1970-1992



Kilde: Danmarks Statistik.
Anm.: Vækst i bruttonationalproduktet, arbejdsløshedsprocent og saldo på betalingsbalancens løbende poster i procent af bruttonationalproduktet.

blandt de mest stabile lande. Herved genskabtes vort omdømme i det internationale system.

Det forløb ikke uden forhindringer.

Der blev i løbet af nogle år gennemført noget så uhørt som en reduktion af levestandarden, idet den disponible realløn for almindelige lønmodtagere faldt med op mod 15 pct. fra slutningen af 1970'erne til begyndelsen af 1980'erne.

En af de væsentligste årsager til, at den danske tilpasning blev så vidtrækkende, er formodentlig, at modløshed og utryghed i slutningen af 1970'erne var mere udpræget på baggrund af inflation, arbejdsløshed og stigende gældsætning til udlandet, som mundede ud i den tidligere omtalte afgrundsdebat.

De ydre rammer, der prægede den økonomiske politik i såvel Danmark som de øvrige OECD-lande, var en stigende vægt på markedsmekanismen, hvilket var en fortsættelse af udviklingen igennem de foregående tiår.

Det var dog særlig karakteristisk, at man i 1980'erne over en bred front fortsatte liberaliseringen af de internationale finansielle transaktioner, der til sidst blev helt frie – for Danmarks vedkommende i 1988 – og ikke mindst, at de nationale finansielle systemer blev afreguleret.

Der var også her tale om en bølge af afregulering, som var selvforstærkende, idet resterende restriktioner blev stadig mere meningsløse, når der var frihed på tilgrænsende områder.

Det er ikke muligt at give en præcis fremstilling af denne bølge af liberaliseringer, fordi der i stor udstrækning var tale om administrative – og ikke alene lovmæssige – forenklinger.

Liberaliseringerne var begyndt allerede i 1960'erne med handelsrelaterede kreditter og direkte investeringer, mens man først senere gik i gang med porteføljetransaktioner. Her frigjorde man først de formodet langfristede placeringer i obligationer og aktier, hvorimod der var stor forsigtighed med de såkaldte pengemarkedstransaktioner, hvor der blev adgang til at erhverve kortfristede papirer eller foretage almindelige indskud i udenlandske pengeinstitutter. I så fald var det ikke blot virksomheder mv., der kunne tage positioner mod den nationale valuta, men også den almindelige borger. Disse transaktioner ansås følgelig for at kunne bidrage væsentligt til at forøge presset på en valuta, der var i vanskeligheder. De kom derfor først meget sent – i slutningen af 1980'erne – med i liberaliseringsbølgen.

Tempoet i liberaliseringerne var forskelligt i de enkelte lande, men gav sig overalt udtryk i en væsentlig skærpelse af konkurrencen i den finansielle sektor – ikke mindst i de internationale transaktioner.

I international sammenligning var Danmark tidligt i gang med liberaliseringer vedrørende pengeinstitutterne, både med hensyn til det indenlandske marked og deltagelse i internationale transaktioner.

Under konjunkturnedgangen i 1980 med det lave efterspørgselspres og den realtilpasning, der var ved at blive gennemført, tog Nationalbanken initiativ til at suspendere udlånsloftet, som var ved at være nedslidt, men ønskede i første omgang at bevare den holdning, at man skulle søge at opnå enighed om en samlet ramme for udlånsstigningen, der dog nu skulle styres via likviditetspolitikken.

Dette skridt repræsenterede overgangen til en ren markedsmæssig styring i pengepolitikken og gav anledning til en væsentlig skærpelse af konkurrencen mellem pengeinstitutterne om indlån.

Uanset at man havde søgt at undgå, at udlånsloftet fik uheldige virkninger på strukturen i kreditsystemet, havde det utvivlsomt skadelige bivirkninger. ,,For det første havde det tendens til at begrænse konkurrencen mellem pengeinstitutterne, og for det andet forøgedes omgåelsesmuligheden gennem de såkaldte parallelmarkeder.'' (3. december 1980).

Det var bemærkelsesværdigt, at pengeinstitutterne var overraskede og ikke ubetinget positive over for Nationalbankens forslag om at suspendere udlånsloftet. De var formentlig utrygge ved den forøgelse af konkurrencen, som måtte imødeses.

Konkurrenceforholdene var således for indlånssidens vedkommende præget af, at indlånsrenteaftalen var ophævet i 1973, og det aftalemarked, som herefter udviklede sig, blev efterhånden også frit. Udlånsloftet blev suspenderet - i realiteten ophævet - i 1980. På aktivsiden - udlån mv. - blev der i modsætning til flere andre lande ikke brugt egentlige placeringsregler, såsom krav om køb af statspapirer eller andet, og de begrænsninger, der tidligere havde været gældende for sparekassernes aktivitet, var blevet ophævet i 1975. Samtidig var der i realiteten stort set ikke begrænsninger vedrørende udlandstransaktioner.

Den stærkere konkurrence fik formentlig betydning for pengeinstitutternes udvikling under den almindelige liberaliseringsbølge i 1980'erne og gav dem måske noget større robusthed til at imødegå de tab, der i forbindelse med især faldet i priserne på fast ejendom ramte både Danmark og en lang række lande fra slutningen af tiåret. Det gælder ikke mindst i sammenligning med de andre nordiske lande. Også i andre dele af den finansielle sektor blev markedsøkonomiske principper mere fremherskende, jf. R.M., p.205ff.

Visse centrale politikvariable - lønudvikling, offentlige finanser og kreditudvidelse - og resultatstørrelserne - inflation, arbejdsløshed og betalingsbalance - fremgår af tabel IV.1, der illustrerer den betydelige genopretning af ubalancerne over en relativt kort periode.

Tabel IV.1 Udvikling i visse strategiske størrelser 1980-90

	Politikvariable			Resultatstørrelser		
	Timeløn i industri og håndværk	Offentlig budget-saldo	Udlån i banker og sparekasser	Pris-udvikling (forbrugs-deflator)	Arbejds-løshed	Saldo på betalings-balancens løbende poster
	Stigning pct. p.a.	Pct. af BNP	Stigning pct. p.a	Stigning pct. p.a.	Pct. af arbejds-styrken	Pct. af BNP
1980	9,7	- 3,3	8,6	10,7	7,0	- 3,6
1981	8,8	- 6,9	9,1	12,0	9,2	- 3,0
1982	9,9	- 9,1	10,6	10,2	9,8	- 4,1
1983	6,7	- 7,2	12,6	6,8	10,4	- 2,5
1984	4,7	- 4,1	13,8	6,4	10,1	- 3,1
1985	4,6	- 2,0	16,8	4,3	9,0	- 4,7
1986	5,3	3,4	32,6	2,9	7,8	- 5,4
1987	9,4	2,4	10,3	4,6	7,8	- 2,9
1988	6,1	0,6	- 3,2	4,0	8,6	- 1,2
1989	3,8	- 0,5	8,2	4,3	9,3	- 1,1
1990	3,7	- 1,5	7,5	2,6	9,5	1,0

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Tiåret falder naturligt i tre perioder.

Den første er fra slutningen af 1979 til 1982 – afsnit 2 – med den store realtilpasning, der beskar forbruget og genoprettede konkurrenceevnen.

Den næste periode 1982-86 – afsnit 3 og 4 – begyndte med genoptagelse af fastkurspolitikken og genskabelse af tilliden til den økonomiske politik. Hermed indledtes et kraftigt konjunkturopsving, som imidlertid løb af sporet bl.a. ved en stærk forbrugsudvidelse, der i stor udstrækning var kreditfinansieret.

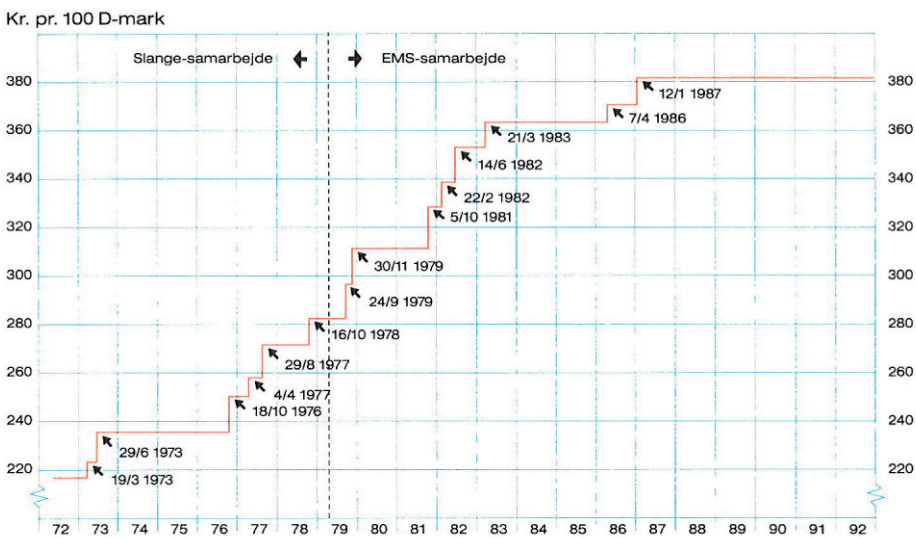
Endelig repræsenterede den sidste periode 1986-90 – afsnit 5 – det seje træks politik, hvor det omsider lykkedes at afdæmpe forbruget og opnå overskud på betalingsbalancen.

I denne periode skete der i forbindelse med drøftelserne om EF's Økonomiske og Monetære Union (ØMU) en afklaring af en række grundlæggende principper for pengepolitikken – jf. afsnit 6.

2. *Realtilpasningen*

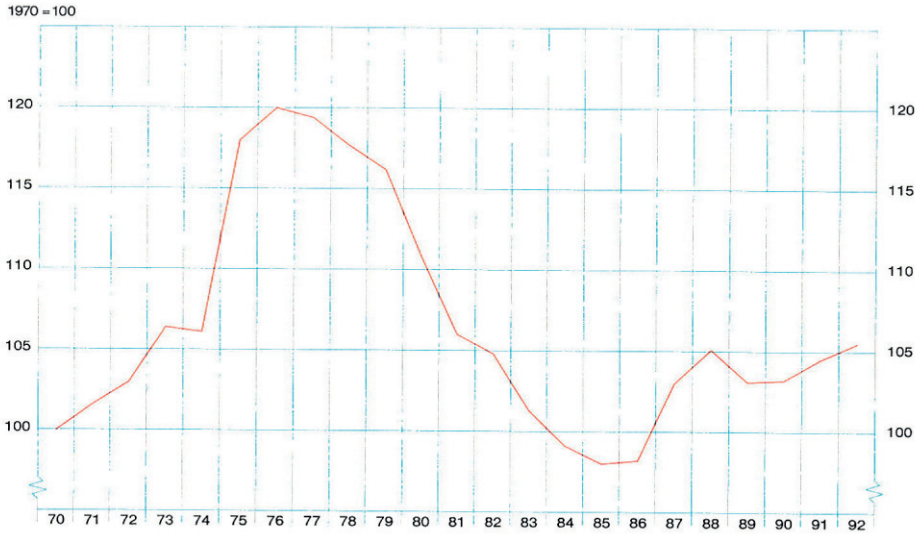
Den store realtilpasning i dansk økonomi strakte sig især over årene 1979-82 og var som nævnt enestående både på baggrund af de foregående årtiers danske udvikling og i sammenligning med de øvrige europæiske lande.

Figur IV.3 Udvikling i den danske krones centralkurs over for D-mark under slange- og EMS-samarbejdet 1972-1992



Anm.: De anførte datoer angiver tidspunkterne, hvorfra justeringer af centralkursen har været gældende.

Figur IV.4 Disponibel realindkomst for LO-arbejdere 1970-1992



Kilde: Lovmodelråd, Økonomiministeriet.
Anm.: Indeks for indkomstudvikling korrigeret for prisstigninger, skat mv. for en typisk dansk LO-familie i lejerbolig med 2 indkomster og 2 børn.

Der er nok senere i forskellige lande sket en reallønssænkning, men den danske var blandt de første og tilmed dybtgående.

Den afgørende indsats begyndte med indgrebene i efteråret 1979. I modsætning til devalueringen af kronen i september samme år, der skete på tysk foranledning i forbindelse med en større justering af EMS-valutaerne, kom nedskrivningen af kronen i november som et selvstændigt dansk initiativ. Den var led i den nye socialdemokratiske regerings helhedsløsning og virkede som en slags løftestang for sænkningen af realindkomsterne, idet dyrtidsreguleringer på baggrund af pristallet for januar 1980 bortfaldt. Det betød, at virkningerne af devalueringerne og andre prisstigninger i efteråret 1979 førte til en sænkning af reallønnen. Hertil kom, at energipriserne blev taget ud af reguleringspristallet.

Samtidig skete der visse stramninger af finanspolitikken. De blev fulgt op med nye stramninger i foråret 1980, hvor en række skatter og afgifter, herunder momsen, blev forhøjet sammen med forskellige besparelser på de offentlige budgetter.

Den disponible årlige indkomst faldt i 1979-83 med 12-15 pct. for de forskellige grupper af lønmodtagere med særlig tyngde i 1980 og 1981, jf. figur IV.4.

Figuren viser den kraftige realindkomststigning i midten af 1970'erne, der især var forårsaget af skattelettelsen fra januar 1975, og den betydelige

tilpasning navnlig fra 1979 til 1982. Der var så at sige tale om en redressering.

I denne periode skete der ikke alene en begrænsning af forbruget som følge af nedgangen i realindkomsten, men tillige en forbedring af konkurrenceevnen, jf. figur III.6, side 69.

Tilpasningen var altså ualmindelig vellykket som en forudsætning for en forbedring af betalingsbalancen.

Som nævnt var en sådan reallønssænkning ikke sket i samme omfang i andre europæiske OECD-lande, og der var næppe nogen, der på forhånd havde ventet, at det kunne lade sig gøre uden betydelig uro.

Der havde gennem årene været rettet utallige appeller om tilbageholdenhed med lønstigninger, men stort set forgæves. Nu viste det sig muligt at gennemføre en tilpasning, der reelt indebar en nedsættelse af levestandarden.

Det er nærliggende for økonomiske analytikere at søge en sammenhæng mellem den høje arbejdsløshed og accept af en lavere realindkomst.

I dette tilfælde er det tvivlsomt, om det er en tilstrækkelig forklaring. Det er nok rigtigt, at arbejdsløsheden i disse år var stigende, men ikke så meget, at man kan forklare accepten af faldet i realindkomsterne. Både før og senere er der sket endnu stærkere stigning i ledigheden uden sådanne konsekvenser.

I et bredt udsnit af OECD-området var det en almindelig udvikling, at man i løbet af 1980'erne fik lavere løn- og prisforhøjelser end tidligere, jf. figur IV.1, der bl.a. viser inflationsudviklingen.

Det opsigtsvækkende i den danske udvikling var den udbredte forståelse for, at inflation og gældsætning var blevet et så stort problem, at man var villig til at acceptere en betydelig realtilpasning af indkomsterne.

Det var derfor berettiget at sige, at den „... tilpasning, der blev foretaget i 1979 og i første halvdel af 1980, er den største indsats, der er gjort gennem en 20-årig periode." (12. oktober 1981).

Den værste risiko var, at man gav op, før tilpasningen var gennemført – noget som ofte blev betragtet som typisk for dansk økonomisk politik.

„Faren opstår, hvis vi nu slapper af og opgiver at gennemføre den påbegyndte tilpasning." (ibid.).

Desværre lykkedes det ikke at holde fast.

I Europa var der i begyndelsen af 1980'erne en kraftig afmatning i væksten – i Danmark en egentlig recession – og stærk stigning i arbejdsløsheden. Samtidig kom en betydelig forringelse af bytteforholdet, bl.a. som følge af den anden olieprisforhøjelse i 1979.

Som nævnt var den danske regering, ligesom f.eks. den franske og svenske, indstillet på at støtte beskæftigelsen ad finanspolitisk vej. I 1981 og 1982 gennemførtes beskæftigelsesfremmende foranstaltninger, der indebar en lempelse af finanspolitikken, som ellers var blevet strammet fra 1979.

På den baggrund fik underskuddet på de offentlige finanser lov til at vokse

med eksplosiv hast fra knap 2 pct. af bruttonationalproduktet i 1979 til over 9 pct. i 1982.

Med hensyn til inflation og betalingsbalance var det „... afgørende at slå fast, at vi for øjeblikket bevæger os i den gale retning, og at de forudsætninger, der skal til, for at vi kan vende tilbage til den gunstigere udvikling, ikke kommer af sig selv." (11. juni 1981).

Modløsheden bredte sig atter.

Det vakte således betydelig opsigt, at finansudvalgets formand i sommeren 1982 talte om nødvendigheden af at ændre på betingelserne for allerede udstedte statsobligationer. Man begyndte straks at tale om statsbankerot.

Det havde ligeledes gjort et ikke uvæsentligt indtryk, at regeringen i februar 1982 forgæves søgte at gennemføre en større devaluering.

Med støtte fra LO ville man forsøge at styrke konkurrenceevnen yderligere og prøve at gentage succesen fra 1979, hvor det var lykkedes at opnå den nødvendige sænkning af reallønnen.

Denne gang kom det til at gå helt anderledes.

Foranledningen var et belgisk ønske om at devaluere med 12 pct., og under forhandlingerne meddelte den danske repræsentant, økonomiminister Ivar Nørgaard, at Danmark også ønskede en stor nedskrivning, nemlig 7 pct.

Uanset at det havde været drøftet på embedsplan i Den Monetære Komité, kom det tilsyneladende som en fuldstændig overraskelse for de politiske deltagere i det umiddelbart efterfølgende ministerrådsmøde, hvor man fik det indtryk, at der nu var ved at udvikle sig en slags selvbetjening i bestræbelser på at vælte arbejdsløsheden, der havde ramt alle landene, over på andre. „For første gang i devalueringsforhandlinger inden for EF blev udtrykket konkurrerende devaluering anvendt." (14. april 1982).

De danske forhandlere måtte lide den tort at nøjes med en devaluering på 3 pct. og Belgien 8½ pct.

Det sivede ud, at regeringen havde ønsket en stor devaluering, og det gjorde et betydeligt indtryk i Danmark, at regeringen anså kronen for at være overvurderet. Det skabte stor usikkerhed, da der spredte sig det – korrekte – indtryk, at man ville gribe bogstavelig talt enhver chance for at få kronen nedskrevet.

Fastkurspolitikken havde, som tidligere nævnt, været et væsentligt element i pengepolitikken, der sammen med rentespændet over for udlandet og udlånsloftet havde bidraget til dækningen af det stadig stigende finansieringsbehov fra underskuddet på betalingsbalancen.

I perioden 1976-79 var der sket en række tilpasninger af valutakursen – især på foranledning af tyske ønsker om opskrivning af D-marken. Det havde skabt øget uro om valutakursen. Tilpasningerne var dog hver for sig af en så-

dan størrelsesorden, at forestillingen om en fastkurspolitik kunne opretholdes.

Fra slutningen af 1979 til 1982 skiftede regeringen politik og anvendte en aktiv devalueringspolitik med det sigte at forbedre konkurrenceevnen og dermed beskæftigelsen.

Det gik omgående ind i forventningsdannelsen, og markederne reagerede.

På denne baggrund kunne det ikke overraske, at det danske renteniveau steg voldsomt. Obligationsrenten kom op på 22 pct. i 1982, og selv om det internationale renteniveau havde været stigende, er der næppe tvivl om, at den udbredte usikkerhed om den økonomiske politik bidrog stærkt til opgangen i den danske rente.

3. Fastkurspolitikken

I slutningen af 1981 og begyndelsen af 1982 dukkede de fundamentale balanceproblemer op igen i form af voksende underskud på betalingsbalancen og statsfinanserne.

Der blev ført politiske forhandlinger om en løsning. Da der ikke kunne opnås enighed herom, trådte den socialdemokratiske regering tilbage i begyndelsen af september 1982 uden at udskrive valg.

Der opstod begrundede formodninger om, at der i de nye regeringspartier var et betydeligt pres for at gennemføre en strategisk devaluering, som skulle danne et godt startpunkt for en økonomisk fremgang.

Dette affødte et stærkt pres på kronen, hvilket gav anledning til et møde i Nationalbanken med to repræsentanter for hver af de to ledende partier i den regering, der var under dannelse.

Det drejede sig om den kommende statsminister Poul Schlüter og Ib Stetter fra De Konservative samt Henning Christophersen og Anders Andersen fra Venstre.

Fra Nationalbankens side blev der gjort rede for presset på kronen og udsigterne til omfattende interventioner. Hvis der skulle skabes ro, måtte det gøres klart for markederne, at en devaluering ikke ville indgå i den kommende regerings politik.

Fra politisk side blev det anført, at man ikke kunne forpligte en regering, der endnu ikke var dannet, men der var enighed om, at de to partiledere kunne forpligte sig personligt.

Poul Schlüter og Henning Christophersen udsendte herefter følgende fællesudtalelse den 9. september 1982:

„I anledning af den uro, der er opstået på valutamarkederne i forbindelse med regeringens tilbagetræden, ønsker vi at oplyse, at en devaluering ikke indgår eller vil indgå i udformningen af den økonomiske politik, der vil blive fremlagt af den nye regering."

Der var næppe nogen af deltagerne i mødet, der var klar over, hvor stor betydning denne udtalelse skulle få for stabiliseringspolitikken i resten af 1980'erne, men der var nok flere, der forstod, at man nu var vendt tilbage til fastkurspolitikken efter afbrydelsen i 1979-82, og at der var tale om en noget klarere forpligtelse end tidligere.

Erklæringen sammen med en kraftig likviditetsstramning, der tvang den korte rente i vejret, skabte ro, men fastkurspolitikken blev to gange i oktober 1982 sat på prøve.

Den første gang var i forbindelse med den svenske devaluering på 16 pct., der blev meddelt under et møde i Arlanda Lufthavn, og hvor den svenske finansminister Kjell-Olof Feldt ganske åbenbart havde ventet, at Danmark og Norge i nogen grad ville følge med, som det havde været tilfældet tidligere.

Overraskelsen var i hvert fald synlig, da det uden videre blev tilkendegivet, at den danske fastkurspolitik ikke ville blive ændret.

Den anden prøve kom, da markederne reagerede på spændingen om den skæbne, regeringens saneringsplan ville få i Folketinget. Heller ikke her var der tale om at give efter for presset.

Realtilpasningen i 1979-82, tilbagevenden til fastkurspolitikken i september 1982 og saneringsplanen i oktober, der som afgørende elementer suspenderede – senere afskaffede – den resterende dyrtidsregulering og strammede statsfinanserne, virkede samlet som et regimeskift og genoprettede tilliden til den økonomiske politik.

Det fik meget hurtigt et uventet stærkt rentefald til følge. Obligationsrenten faldt i løbet af et halvt år fra 22 til 14 pct. og senere endnu mere.

Det er et af de mest markante eksempler på, hvor meget troværdighed om den økonomiske politik betyder for renteudviklingen.

Et klart udtryk for omslaget i forventningerne fremgår af indsnævringen af forskellen mellem dansk og tysk renteniveau, som det er vist i figur III.4, side 55. Afstanden halveredes fra 10 pct. til 5 pct. og kom senere endnu længere ned.

Fastkurspolitikken over for deltagerne i EMS-samarbejdet blev grundlaget for den efterfølgende økonomiske politik.

Forventningsdannelsen har været gjort til genstand for mange analyser, da den spiller så stor rolle for det økonomiske forløb. Det er uhyre svært – for ikke at sige umuligt – at vurdere betydningen af de faktorer, der spiller en rolle.

Selv i et så klart forløb som rentefaldet fra efteråret 1982 til foråret 1983 må man nøjes med at nævne finanspolitikken, kronekurspolitikken og lønudviklingen, mens det ikke kan antages, „... at der er nogen, der med rimelig mening kan afgøre, hvor meget hvert af de tre elementer har betydet." (22. april 1983).

Det varede imidlertid ikke længe, før uligevægtstendenser begyndte at vise sig på ny.

4. For stærk ekspansion. Pengepolitisk afmagt

Den dybtgående tilpasning af økonomien dannede grundlag for en økonomisk fremgang, der dog hurtigt viste sig at blive for stærk.

Opsvinget i 1983, som var kraftigere end i det øvrige Europa, standsede meget hurtigt forbedringen af betalingsbalancen, der herefter slog om i en forværring.

Nationalbanken søgte i februar 1984 ved samtaler med statsminister Poul Schlüter og finansminister Henning Christophersen indtrængende at overbevise om, at det var nødvendigt at bremse noget op, således at man gjorde opsvinget lidt langsommere.

Der var udsigt til en klar forringelse af betalingsbalancen og en vis svækkelse af statsfinanserne, som ville true den stabilitet, der var ved at blive opnået.

Det blev anført, at der tidligere havde været gjort alvorlige forsøg på at rette dansk økonomi op, navnlig i 1968 og 1979-80, men begge gange havde man givet for tidligt op. Et nyt sammenbrud ville få ødelæggende konsekvenser både indadtil og udadtil.

Finansministeren var enig og så ikke nogen trøst i, at et opsving ville indebære en vis reduktion af det statsfinansielle underskud, når prisen var en yderligere forringelse af betalingsbalancen.

Det lykkedes imidlertid ikke at få bremset op.

Den efterfølgende offentlige debat blev præget af nogen bitterhed. Nationalbanken, der offentligt måtte gentage sin vurdering, blev udpeget som den, der søgte at forsure opsvinget. Ekspansionen havde så mange positive psykologiske sider, at det var svært at se nødvendigheden af at gennemføre foranstaltninger, der kunne virke som malurt i bægeret.

Det blev til stadighed fremhævet, at „... vi har fra Nationalbankens side været blandt de første til at anerkende de meget betydelige forbedringer, der er sket", men det måtte konstateres, at betalingsbalancen i begyndelsen af 1984 blev forringet, og det havde „... været en almindelig reaktion igennem de sidste mange år – over 20 år – at når betalingsbalancen forbedres lidt, så er man tilbøjelig til at indtage det standpunkt, at nu er der sket en forbedring, og nu haster det ikke så forfærdelig meget med at få en yderligere forbedring gennemført." (27. april 1984).

Opsvinget fortsatte de efterfølgende år, og det måtte erkendes, at der havde været uenighed om „... det rette tidspunkt for gennemførelse af stramninger. Vi har trukket det korteste strå – jeg må med beklagelse sige „som

sædvanlig'', men prisen er den foruroligende stigning i gælden til udlandet.'' (3. september 1985).

I denne periode, der klart gik mod en for stærk stigning i underskuddet på betalingsbalancen, kom Nationalbanken i den paradoksale situation, at pengepolitikken ikke kunne strammes, fordi den genvundne tillid til den økonomiske politik styrkede troværdigheden til fastkurspolitikken og medførte en privat kapitalimport, der var væsentlig større end det løbende underskud.

Udviklingen kan belyses i tre faser, der dog ikke adskilles af skarpe grænser.

Den første var perioden 1982-85 med den store tilpasning af obligationsrenten, der faldt fra op mod 22 pct. til ca. 14 pct. i foråret 1983 og senere helt ned til omkring 10 pct. i 1985.

Der var tale om en højst tiltrængt normalisering og tilpasning til den stabilitetsorienterede økonomiske politik.

Normaliseringen slog også ud i forholdet mellem pengemængden og nationalproduktet, som ofte anvendes som indikator for forholdet mellem likvide midler og transaktionerne.

I figur IV.5 ses, hvorledes normaliseringen skete over ganske få år fra 1983 til 1985. Det kraftige fald i obligationsrenten førte til en markant indsnæv-

Figur IV.5 Dansk kapitalmarkedsrente og pengemængde 1960-1992

Anm.: Obligationsrenten, jf. figur III.4, og pengemængden målt ved M_2 ultimo året i forhold til bruttonationalproduktet.

ring af forskellen til pengeinstitutternes indlånsrente. Rentefaldet og de ændrede renterelationer øgede interessen for at holde finansielle aktiver i mere likvid form, først og fremmest som indskud i pengeinstitutterne. Modstykket til denne tilpasning var en betydelig forøgelse af pengeinstitutternes obligationsbeholdninger samt en stigning i udlånene. Denne udvikling var baggrunden for den drastiske vækst i pengemængden fra 1983 til 1985.

I anden fase 1985-86 eksploderede pengeinstitutternes udlån, jf. tabel IV.1.

Der var tale om ekspansion over en bred front. Erhvervsinvesteringer, boligbyggeri og forbrug steg kraftigt, samtidig med at den lange rente var faldende.

Den korte rente, der var mere direkte påvirket af Nationalbankens politik, fulgte kun nølende efter, men hverken det eller forskellige forsøg på at bremse pengeinstitutternes udlånsstigning ved rammemålsætninger eller marginale kassebindingsregler og henstillinger vedrørende forbrugslångivning formåede at dæmme op for det voldsomme efterspørgselspres.

Samtidig med den stærke udlånsstigning aftog lønstigningstakten og inflationen, og de offentlige finanser forbedredes.

Det var et atypisk konjunkturopsving, hvor alene det kreditfinansierede forbrug og betalingsbalancen løb af sporet.

Den tredje fase indledtes i 1986, efter at finanspolitikken under finansminister Palle Simonsen var blevet strammet i december 1985 og især i marts 1986.

De store underskud på betalingsbalancen havde skabt usikkerhed. Den massive private kapitalimport blev afløst af kapitaleksport (tilbagebetaling af gæld) og udlånsekspansionen faldt efter først at have toppet i 1986, hvor en stor del udlandslån blev omlagt til kronelån.

Nu var der mulighed for en stramning af pengepolitikken i form af højere korte renter, men da det i forsommeren 1986 måtte anses for åbenbart, at efterspørgselspresset ville løje af som følge af de finanspolitiske indgreb, forekom det at være for sent at gennemføre en kraftig stramning.

Denne holdning, der var blevet drøftet med Palle Simonsen, blev udsat for en del kritik, bl.a. fordi mange fandt, at valutaudstrømningen i efteråret 1986 var uheldig.

Det principielle dilemma var således ønsket om ikke at gøre den igangværende opbremsning hårdere end nødvendigt og ved en pengepolitisk stramning skabe tvivl om finanspolitikkens troværdighed mod hensynet til valutabeholdningen og tilliden til fastkurspolitikken.

I disse år gennemførtes periodens eneste større principielle analyse af pengepolitikken, idet et flertal i Folketingets politisk-økonomiske udvalg i stedet for at nedsætte et specielt pengepolitisk udvalg anmodede økonomiministeren om at opfordre Det Økonomiske Råds formandskab til at udarbejde en sådan redegørelse, jf. R.M., p.291.

Et af hovedsynspunkterne i rapporten – Dansk pengepolitik under forvandling, september 1985 – var, at visse liberaliseringer af kapitalimporten siden 1983 bar hovedansvaret for den meget store private kapitalimport i 1984-85 og dermed for de begrænsede muligheder for at stramme pengepolitikken under det kraftige opsving.

Dette forekom at være en for stærk forenkling, og Nationalbanken måtte derfor som sin opfattelse – der er optrykt i rapporten – anføre:

„Det er overordentlig vanskeligt at vurdere, hvor meget de lempede regler for finanslån har påvirket lånoptagelsen, men erfaringen fra tidligere år tyder på, at valutakursforventninger sammen med renteforskellen spiller en dominerende rolle for optagelse af finanslån – og altså ikke om reglerne er mere eller mindre lempelige.

Det er derfor næppe holdbart at tillægge liberaliseringen en så dominerende rolle, som det sker i rapporten. Efter Nationalbankens skøn er den overbevisende gennemførelse af fastkurspolitikken siden efteråret 1982 langt vigtigere end de seneste ændringer i liberaliseringerne, der ikke er så voldsomme i forhold til dem, der er gennemført i de forløbne 20 år."

5. Det seje træk

Det var en befrielse, at genskabelsen af tilliden til den økonomiske politik efter den store realtilpasning i 1979-82 skabte økonomisk fremgang, men det var unægtelig også en skuffelse, at den blev så stærk, at den så at sige løb af sporet.

Opsvinget igennem årene 1984-86 resulterede i en næsten katastrofeagtig stigning i underskuddet på betalingsbalancen, der kom op på ikke mindre end 5-6 pct. af bruttonationalproduktet i 1986.

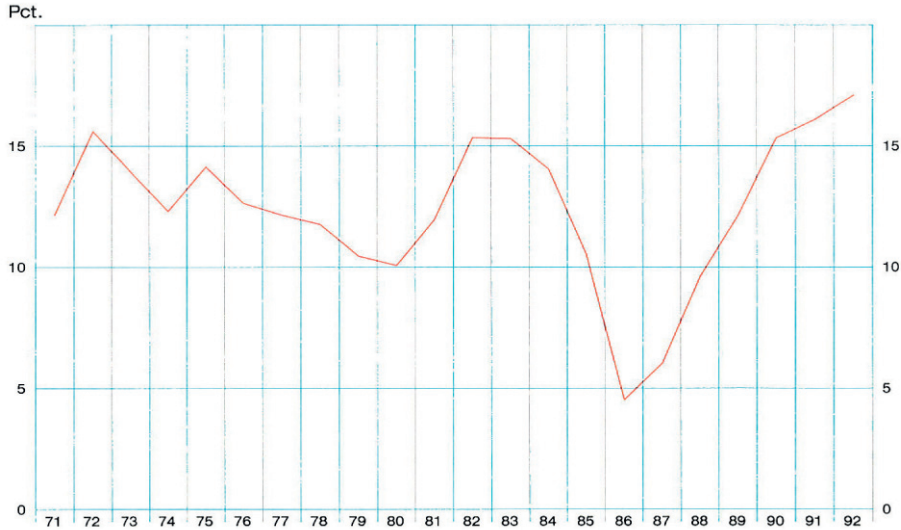
Det var rekord, og stramningen af den økonomiske politik blev i slutningen af 1985 og 1986 tilsvarende drastisk. Indgrebene var af en størrelsesorden på 3 pct. af bruttonationalproduktet eller 5 pct. af det private forbrug og blev dermed de kraftigste i 30 år, jf. Appendiks 2.

Dette var indledningen til det, man kalder det seje træks tilpasning, dvs. at man undlader at forsøge sig med såkaldte snuptagsløsninger – f.eks. en strategisk devaluering. Der var selvsagt gennem årene mange, der anbefalede devaluering.

Der var forståelse for det synspunkt, at „... man nok en sjælden gang bliver nødt til at tilpasse valutakursen, hvis man er kommet ud af trit med samhandelspartnerne, men at det ikke bør være et aktivt element i den økonomiske politik, fordi det omgående går ind i forventningsdannelsen og dermed underminerer en stabiliseringspolitik." (6. december 1989).

Det seje træks politik blev besværliggjort noget af de kraftige lønstigninger i begyndelsen af 1987, men det kunne dog i de efterfølgende år konstateres,

Figur IV.6 Opsparingskvote for den private sektor i Danmark 1971-1992



Kilde: Danmarks Statistik.
Anm.: Den private sektors nettoopsparing i forhold til disponibel nettoindkomst.

at industrieksportens markedsandele var stigende, og at politikken derfor lykkedes.

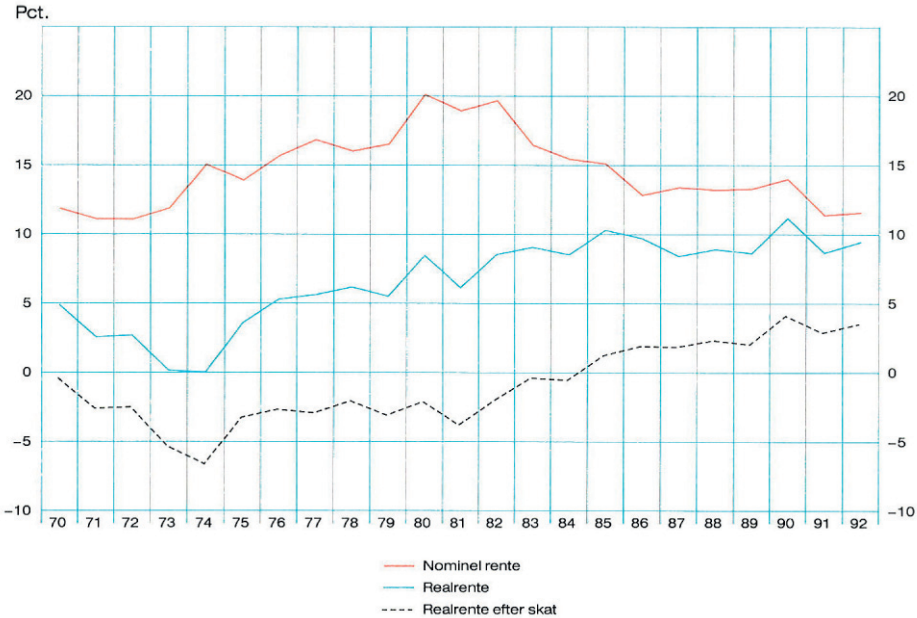
Et af de forhold, der havde bidraget væsentligt til det store underskud på betalingsbalancen, var det voldsomme fald i opsparingskvoten under opsvinget, jf. figur IV.6.

Det gav anledning til megen debat og også forslag om foranstaltninger til regulering af kreditgivningen til forbrugsformål. Den såkaldte kartoffelkur i efteråret 1986 og skattereformen fra januar 1987 medvirkede imidlertid til, at opsparingskvoten steg igen.

Det blev klart, at rentefaldet og de herved opståede formuegevinster havde væsentlig betydning for udviklingen i forbruget, uanset at det ikke er let at opstille en præcis relation. Det var i den forbindelse et afgørende gennembrud, at skattereformens ikrafttræden i 1987 kraftigt reducerede den skattemæssige fordel af rentefradragsretten for privatpersoner – på linje med de synspunkter, som navnlig Mogens Lykketoft, Socialdemokratiet, havde gjort sig til talsmand for. Da inflationen løjede af, blev realrenten for lån til forbrugsformål mærkbar, jf. figur IV.7, og man kunne standse de mange års ørkesløse debat om restriktioner vedrørende lån til forbrug.

Den forbedrede konkurrenceevne og den stigende opsparingskvote medførte efterhånden, at der fremkom overskud på betalingsbalancen, således at man kunne begynde at nedbringe gælden, der var ophobet over 30 år.

Figur IV.7 Nominel udlånsrente, real udlånsrente og real udlånsrente efter skat 1970-1992



Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.
Anm.: Pengeinstitutternes gennemsnitlige (effektive) udlånsrente.
Den reale udlånsrente er korrigeret for forbrugerprisudviklingen, og den reale udlånsrente efter skat er yderligere korrigeret for den gennemsnitlige marginalskat på nettokapitalindkomst.

Den tabte målsætning – beskæftigelsen – lå på niveau med det øvrige Europa, men det var jo en ringe trøst.

Den pengepolitiske problemstilling blev i denne periode stærkere og stærkere præget af udviklingen i de øvrige lande i EMS-fastkurssystemet, herunder især Tyskland.

Der skete i disse år en stadig indsnævring af renteforskellen til Tyskland.

6. EMS og ØMU

Det Europæiske Monetære System – EMS – var blevet oprettet i 1979 med det sigte at skabe et stabilt monetært område i Europa, der ikke skulle være så afhængig af den amerikanske dollar, som det tidligere havde været tilfældet.

EMS var en fortsættelse af det såkaldte slangesamarbejde fra 1972, som efterhånden var degenereret til en klub af små EF-lande – Belgien, Luxembourg, Holland og Danmark – omkring den tyske mark. Det var at betragte som en DM-blok.

Det dominerende sigte med begge ordninger var at etablere en regional fastkursblok, hvor valutakurserne nok kunne ændres, når de økonomiske forhold gjorde det nødvendigt, men tilpasninger skulle være sjældne og små.

Den økonomiske politik skulle med andre ord samordnes med henblik på konvergens således, at denne fundamentale målsætning kunne opfyldes.

I DM-blokken var den tyske økonomiske politik afgørende, og de mindre lande måtte som en selvfølge tilpasse deres økonomiske politik til den tyske. Der var tale om tysk dominans.

Frankrig var navnlig af politiske grunde opsat på at genindtræde i et fastkurssystem, som måtte antages at være en forudsætning for og måske endda naturligt føre til en økonomisk og monetær union – ØMU – som var en af målsætningerne for EF.

Den franske regering var dog ikke indstillet på at spille samme underordnede rolle i forhold til D-mark, som de små lande omkring DM-blokken havde gjort.

Derfor blev der udfoldet store bestræbelser på at gøre det nye system symmetrisk, således at det land, der afveg fra gennemsnittet, måtte foretage tilpasninger af sin økonomiske politik – enten ved interventioner, pengepolitiske ændringer, valutakurstilpasninger eller andre økonomisk-politiske indgreb.

En såkaldt divergensindikator skulle angive, hvilken valuta der var afvigende – divergent – og hvor myndighederne så måtte reagere. Den franske forventning var utvivlsomt, at der ville være en tendens til at udpege D-mark som den divergente valuta. Forventningerne til divergensindikatoren blev ikke indfriet, og den er aldrig kommet til at spille nogen rolle.

EMS-samarbejdet blev indledt i foråret 1979 med betydelig tilslutning, idet Frankrig, Irland og Italien sluttede sig til de tilbageblevne slangelande, hvorimod den engelske regering ikke mente, at der var tilstrækkelig sikkerhed for symmetri i systemet.

Det nye samarbejde fik en dårlig start.

Da den økonomiske politik ikke konvergerede, måtte man igennem en periode med kraftige devalueringer af ikke mindst den franske franc over for D-mark.

Det er i afsnit 3 omtalt, hvorledes den danske regering i september 1982 sadlede om og slog ind på en fastkurspolitik, der måtte føre til en nærmere konvergens mod den stabilitetsorienterede tyske økonomiske politik.

Den franske regering var i marts 1983 på nippet til at forlade EMS'en, men ændrede også signaler og slog ind på en politik, der var parallel med den danske.

Dette kom til at dominere de følgende års udvikling, idet man fik en periode med øget konvergens mod den tyske standard og kun meget sjældne og små valutakurstilpasninger over for D-mark – fra 1987 til 1992 var der ingen ændringer. Samtidig sluttede flere lande sig til systemet.

Det skabte en bølge af tillid til, at fastkurssystemet hvilede på et stærkt fundament, og at man kunne gå i gang med planerne om hurtigt at udvikle det til Den Økonomiske og Monetære Union, der af mange blev anset for et uhyre vigtigt element i den politiske samling af Europa, som var målsætningen i EF-samarbejdet.

På den baggrund anmodede EF's stats- og regeringschefer i juni 1988 Kommissionens formand, Jacques Delors, om at lede et arbejde om, hvorledes man i etaper kunne realisere dannelsen af en økonomisk og monetær union.

Der foreligger ikke oplysninger om drøftelserne bag nedsættelsen af komiteen, der fik en usædvanlig sammensætning. Den kom til at bestå af – foruden formanden og et andet medlem af Kommissionen – de 12 landes centralbankchefer (herunder Luxembourg) og et fåtal eksperter.

Det var i øvrigt helt enestående for denne komité, at medlemmerne optrådte som personlige repræsentanter, hvilket betød, at de alene – dvs. uden medhjælpere – deltog i møderne.

Der opnåedes enighed om en ganske kort rapport, der beskriver udviklingen i tre faser med stigende forpligtelser for de enkelte lande vedrørende udformningen af den økonomiske politik, hvor det i virkeligheden uden sværdslag blev accepteret, at den stabilitetsorienterede tyske økonomiske politik skulle være ledetråden, og det fælles monetære organ skulle modelleres med den tyske centralbank som forbillede (Rapport om en Økonomisk og Monetær Union i Det Europæiske Fællesskab, 1989).

Den monetære politik skulle samordnes fuldt ud, mens koordineringen af den øvrige økonomiske politik blev behandlet mere stedmoderligt.

Rapporten blev lagt til grund for udarbejdelsen af afsnittet om ØMU i Maastricht-traktaten, der blev underskrevet i februar 1992.

På det pengepolitiske område er det bemærkelsesværdigt, at alle 12 lande uden større besvær kunne acceptere en række grundprincipper for udformningen af pengepolitikken, hvorom der langtfra havde været enighed på nationalt plan.

For det første skal målsætningen for den kommende fælles centralbank ubetinget være prisstabilitet med mulighed for at støtte andre målsætninger, såfremt det ikke kommer i strid med det primære mål.

For det andet skal centralbanken være politisk uafhængig, idet medlemmerne af styrelsen hverken må modtage eller søge instruktion fra politiske myndigheder.

Og for det tredje må centralbanken ikke støtte offentlige myndigheder ved såkaldt monetær finansiering.

Endelig skal fastkurssystemet fungere ubetinget i en periode, inden det omformes til en egentlig fælles valuta.

Den tyske model blev således accepteret som den, der havde haft størst

succes, og som derfor burde adopteres. Den havde i de umiddelbart foregående år vist sin overlegenhed.

Hertil kom, at det for deltagerne stod klart, at tysk accept af ØMU måtte forudsætte, at det nye system blev mindst lige så stabilitetsorienteret som det eksisterende tyske.

Når realiseringen af ØMU stødte på forskellige vanskeligheder, må det nok bl.a. tilskrives, at den betyder „... en så voldsom ændring i beslutningsmekanismen og de almindelige vilkår, at det er ganske nødvendigt at have den brede forståelse i befolkningen i orden.

Med andre ord vil det være forkert at forcere en udvikling, som der ikke er tilstrækkelig tilslutning til." (2. maj 1989).

Dette almindelige politiske aspekt skal dog ikke formindske betydningen af, at man i traktaten har kanoniseret de ovennævnte grundprincipper for pengepolitikken, som der igennem de foregående tiår har stået megen strid om i samtlige deltagerlande – som det fremgår af de foregående afsnit, også i Danmark.

7. Sammenfatning

Stabiliseringspolitikken i 1980'erne var ikke resultat af en enkelt beslutning.

Den hvilede først og fremmest på, at der i befolkningen var et ønske om og større forståelse for forudsætningerne for stabilitet samt utryghed ved den stadige gældsætning til udlandet. Den gav sig udtryk i villigheden til at acceptere et betragteligt fald i den disponible realindkomst.

Dernæst skabte devalueringspolitikkens kaotiske virkninger og det store underskud på statsfinanserne behov for en radikal ændring af målsætningerne for den økonomiske politik.

Dette blev realiseret i 1982-83, men den sorgløse holdning til den meget kraftige vækst fra 1984 førte ud i en situation, hvor betalingsbalancemålsætningen igen kom i farezonen.

Stramningerne i 1985-86 var så betydelige, at målsætningerne holdt.

Resultaterne af stabiliseringspolitikken og forhandlingerne om ØMU i slutningen af årtiet viste, at der nu var bred politisk opbakning bag en række fundamentale pengepolitiske principper, som i de foregående årtier havde givet anledning til spændinger og betydelige uoverensstemmelser.

Det gælder målsætningen om prisstabilitet, centralbankens uafhængighed, fastkurspolitikken og afholdelse fra, at det offentlige kan finansiere sig i centralbanken.

Beskæftigelsesmålsætningen kan ikke siges at være tabt i dette forløb, men man har måttet erkende, at en politik, der fører til inflation, ikke er holdbar. Der må findes andre veje.

V. Afsluttende bemærkninger

De økonomiske modeller, der blev præsenteret af Keynes' arvtagere, var som skræddersyede til det politiske system, der skulle forme samfundene efter Den Anden Verdenskrig.

De store kompakte elementer i de nationalregnskaber, der blev defineret og belyst talmæssigt, skulle styres ved hjælp af økonomisk-politiske instrumenter, når man havde opnået tilstrækkelig viden om de faktorer, der øvede indflydelse på relationerne.

Hvorledes bestemmes investeringer, forbrug, beskæftigelse, priser, løn, betalingsbalance etc.?

Til at begynde med gik det forholdsvis let, fordi man havde en reguleringsøkonomi fra krigens tid, hvor den opstemmede efterspørgsel blev holdt tilbage af forsyningsbegrænsninger og priskontrol.

Efterhånden som markedsmekanismen bredte sig, blev opgaverne vanskeligere.

Man havde ikke tilstrækkeligt kendskab til relationerne, og hvad værre var, utallige bestræbelser på at afsløre relationernes determinanter kronedes ikke med held.

Det kan også udtrykkes på den måde, at de økonomiske modeller, der blev opstillet i stort antal, ikke var tilstrækkelig sikre til alene at kunne anvendes som basis for den økonomiske politik. Derimod fik de stor betydning som grundlag for indsigt i de økonomiske sammenhænge.

Usikkerheden forhindrede ikke, at det snart var den ene skole, snart den anden, der kom til at dominere, hvad man anså for at være de centrale størrelser.

Man kunne kalde det „... modestrømninger vedrørende funktioner, hvis form man ikke kender." (5. september 1986).

I begyndelsen af perioden var det den fremherskende opfattelse, at instrumenterne i den økonomiske politik kunne anvendes mekanisk i den forstand, at man kunne give en bestemt dosering af f.eks. finanspolitisk eller pengepolitisk lempelse eller stramning.

I sin ekstreme form var der tilmed forestillinger om, at man kunne tilgodese lige så mange mål, som man havde instrumenter, hvorved man mente at kunne opfylde en lang række mål uafhængigt af hinanden.

En sådan forenkling passer ganske åbenbart ikke på virkeligheden – dertil hænger de økonomiske størrelser for meget sammen.

Selve anvendelsen af instrumenterne voldte også vanskeligheder.

Det viste sig, at anvendelsen ikke var et frit gode.

Et finanspolitisk, pengepolitisk eller indkomstpolitisk indgreb måtte begrundes, og der måtte redegøres for de formodede resultater.

Hvis fremstillingen ikke var overbevisende, eller hvis resultaterne udeblev, opstod et troværdighedsproblem, som kunne blive overordentlig tyngende – ikke mindst, når udviklingen gentog sig.

Økonomisk politik var langt fra at være en mekanisk proces. Der opstod tværtimod en hel verden af problemer mellem myndigheder og befolkning, der viste sig på nogle af de mest følsomme markeder – kredit-, kapital- og valutamarkederne.

I dette studie er der gjort rede for en lang række af vanskeligheder, der opstod ved anvendelsen af de politik-instrumenter, der blev benyttet.

Det skal ikke gentages her.

Kun to afgørende punkter skal nævnes.

Det første er, at den fulde beskæftigelses politik led skibbrud i 1970'erne i så at sige alle vestlige lande.

Man forsøgte i flere lande at holde fast ved målsætningen og at anvende finanspolitikken som instrument, men opnåede ikke det resultat, man søgte.

Inflationen blev kraftig, og arbejdsløsheden steg.

Indkomstpolitik blev forsøgt mange steder, men efterhånden måtte man give op.

Selv det stærkeste politiske engagement var ikke nok til at besværge markedskræfterne.

Detailanalyser kan sikkert finde mange specifikke forklaringer for hver delperiode og hvert land, men det, der står tilbage, er, at de politiske myndigheder overalt er blevet mere forsigtige med at anvende stimulerende finanspolitik til at bekæmpe arbejdsløshed, og samtidig er de blevet mere skeptiske med hensyn til at fæste lid til indkomstpolitik.

For det første er finanspolitikkens virkning på beskæftigelsen mere beskeden og kortvarig, end man oprindelig havde antaget, og for det andet skaber stigende underskud og voksende statsgæld betydelige problemer.

Ifølge Colin Clark skal Keynes med vanlig sans for paradokser i 1930 have sagt „I prophesy that in 1950 every Treasury in the world will be talking about my ideas, and by that time, of course, the problems will be quite different, and my ideas will be not only obsolete but dangerous." (Fortune, July 1950, s.120).

Omsvinget i den politiske holdning er næsten total.

I stedet for at fæste lid til finanspolitikken indføres der nu selvpålagte bindinger – næsten som da Odysseus sejlede forbi sirenernes ø.

Som eksempler på begrænsninger i de økonomisk-politiske udfoldelses-

muligheder kan nævnes de tyske grundlovsbestemte grænser for offentlige underskud og de amerikanske bestræbelser på at begrænse Kongressens mulighed for at operere med store underskud.

Beslutninger om deltagelse i et fastkurssystem har ligeledes omfattende bindinger til følge.

Klare begrænsninger blev også centrale i forhandlingerne om Den Økonomiske og Monetære Union - ØMU.

Centralbankerne skal være uafhængige af politisk indflydelse, staten må ikke låne i centralbanken, og det offentliges underskud og gæld skal begrænses.

Sådanne stabilitetsregler er ligefrem indskrevet i Maastricht-traktaten.

Stabilitet er kommet på førstepladsen efter den utryghed, som inflationen skabte i midten af 1970'erne.

Det er muligt, at pendulet svinger i en anden retning senere, men i første omgang er en stabiliserende pengepolitik blevet den del af det oprindelige triumvirat, der står tilbage.

Det andet dominerende træk i perioden er virkningerne af det for Danmark specielle gældsproblem.

Man mente i 1960'erne, at det var fornuftigt og rimeligt at lade gælden til udlandet stige under omdannelsen fra landbrugsland til industrisamfund.

Det lykkedes for så vidt, men man kom derefter ind i en periode med stigende energipriser og voksende arbejdsløshed. Her var fristelsen stærk til at se stort på den tiltagende gæld til udlandet, men også det skabte store problemer.

Kreditværdigheden kom i søgelyset, og den politiske rådvildhed skabte så stor utryghed i befolkningen, at afgrundsdebat og senere statsbankerot blev begreber, der fængede i en sådan grad, at de kom til at danne baggrund for den realtilpasning, der ikke ville kunne være gennemført, medmindre der var udbredt forståelse for og ønske om det i befolkningen.

Pengepolitikken har været påvirket af denne forvandlingsproces.

I første omgang var dens opgave at være led i en samordningspolitik med det primære sigte at opretholde fuld beskæftigelse, uden at det gik for stærkt ud over prisudvikling og betalingsbalance.

Opgaven måtte i slutningen af 1960'erne koncentreres næsten fuldt ud om valutakursmålsætningen og finansieringen af de stigende underskud på betalingsbalancen, hvorved hensynet til beskæftigelsen måtte vige.

Denne linje blev skærpet ganske væsentligt i 1970'erne og førte til en ekstrem hård pengepolitik med et usædvanlig højt renteniveau til følge.

Den stabilitetsorienterede økonomiske politik fra begyndelsen af 1980'erne lettede presset på pengepolitikken, selv om der af og til var tilbagefald med hensyn til den målbevidsthed, der blev lagt for dagen fra politisk side.

Pengepolitikkens sigte har været afbalancerende over for stærkt ekspansive kræfter, men har ikke kunnet hindre de betydelige uligevægtsituationer, der er opstået gennem perioden, hvilket fremgår tydeligt af de tre hovedafsnit.

Der er ikke her forsøgt en vurdering af, hvor stor betydning pengepolitikken har haft. Sigtet har alene været det mere begrænsede at give et indtryk af, hvorledes pengepolitikken er blevet udformet under hensyn til de strømninger og ændrede prioriteringer, som har præget den samfundsmæssige udvikling.

Appendiks

Appendiks 1. Indkomstpolitiske initiativer i Danmark 1962-1990 – v. Per Bertram, Internationalt Kontor *(fortsættes)*

Tidspunkt	Regering	Indhold	Status	Medvirkende partier	Bemærkninger
September 1962	S, RV	Oprettelse af Det Økonomiske Råd.	Lov („økonomisk samordning")	S, RV	
Marts 1963	S, RV	*„Helhedsløsningen"* (1) Forlængelse af kollektive overenskomster. (2) Pris- og avancestop. (3) Udbyttebegrænsning. (4) Indseende med priser. (5) Reguleringspristal. (6) Bunden opsparing.	Lov	(1), (3) og (6): S, RV (2) og (4): S, RV, SF (5): S, RV, K, V	
Maj 1965	S	Nedsættelse af sagkyndigt udvalg til undersøgelse af inflationskilderne.	Folketings-beslutning	Alle Folketingets partier.	Forhandling om udvalgets betænkning i maj 1966.
November/ December 1967	S	(1) Avancestop. (2) Indefrysning af dyrtidsregulering.	(1): Lov (2): Lovforslag (forkastet)	(1): S, RV, SF, LC[1]) (2): S, (SF) [1]) Liberalt Centrum.	Begge initiativer var følgelovgivning efter devalueringen af kronen i november. Forkastelsen af (2) var en medvirkende årsag til udskrivelse af valg (januar 1968).
Februar 1968	V, K, RV	Forlængelse af avancestop. Anmeldelsespligt for vejledende priser og avancer. Prisstop for tjenesteydelser.	Lov	Alle Folketingets partier.	Supplement til foranstaltningerne af november 1967.
Oktober 1968	V, K, RV	(1) Forlængelse af avancestop. (2) Udvidet anmeldelsespligt for vejledende priser og avancer.	Lov	(1): V, K, RV (2): V, K, RV, S, SF	

Appendiks 1. Indkomstpolitiske initiativer i Danmark 1962-1990 *(fortsat)*

Tidspunkt	Regering	Indhold	Status	Medvirkende partier	Bemærkninger
Maj/Juni 1970	V, K, RV	(1) Begrænsning af omkostningsforøgelse som følge af dyrtidsregulering af lønninger. (2) Prisstop for tjenesteydelser.	Lov	(1): V, K, RV (2): V, K, RV, S, SF	
Oktober 1970	V, K, RV	Prisstop.	Lov	V, K, RV, S	Initiativet blev ledsaget af en henstilling til arbejdsmarkedets parter om løntilbageholdenhed ved overenskomstforhandlingerne.
April/Maj 1971	V, K, RV	(1) Pris- og avancestop. (2) Udbyttebegrænsning.	Lov	V, K, RV	
Januar/ Februar 1974	V	(1) Pris- og avancestop. (2) Udbyttebegrænsning. (3) Omkostningsdæmpende ydelse. (4) Midlertidig erstatning af dyrtidsregulering med dyrtidstilskud.	(1)-(3): Lov (4): Lovforslag (taget tilbage)	(1) og (2): V, S, RV, CD, KrF (3): V, S, CD, KrF	
December 1974	V	*„Helhedsplan 1975"* Forlængelse af kollektive overenskomster. Avancestop og prisdæmpende aftaler. Udbyttebegrænsning. Udbetaling af godtgørelse for mistede dyrtidsportioner. Reguleringspristal jan. 1975=100.	Lovforslag (ikke vedtaget)	V, K, CD, KrF, RV (ikke afstemning)	Lovforslagene, der blev fremsat som en helhed, kunne ikke samle flertal ved 1. behandlingen, og der blev udskrevet valg.

Appendiks 1. Indkomstpolitiske initiativer i Danmark 1962-1990 *(fortsat)*

Tidspunkt	Regering	Indhold	Status	Medvirkende partier	Bemærkninger
Marts 1975	S	(1) Forlængelse af kollektive overenskomster. (2) Avancestop og prisdæmpende aftaler. (3) Begrænsning af udbytter og vederlag mv. (4) Begrænsning af pengeinstitutternes rentemarginal. (5) Reguleringspristal jan. 1975=100.	Lov	(1): S, V, RV, K, KrF, CD (2): S, V, RV, KrF, CD (3) og (4): S, V, RV, KrF, CD, DKP (5): S, RV, CD, KrF, K, V, FP	
September 1975	S	(1) Fortsat afdæmpning af stigningstakten i pris-, indtægts- og omkostningsniveauet. (2) Frigivelse af bunden opsparing.	(1): Folketingsbeslutning (hensigtserklæring) (2): Lov	(1): S, V, RV, KrF, CD (2): Alle Folketingets partier	Initiativet var en del af ,,septemberforliget'' imellem S, V, RV, KrF og CD.
Februar 1976	S	(1) Lempelse af avancestop og prisdæmpende aftaler (jf. marts 1975). (2) Prisdæmpende godtgørelse til erhvervslivet for dyrtidsportion.	Lov	(1): S, SF, RV, CD, KrF, K, V, FP (2): S, RV, CD, KrF, V	
August 1976	S	(1) Forstærket afdæmpning i pris- og omkostningsudviklingen, herunder overenskomstramme på 2 pct. (2) Begrænsning af udbytter og vederlag mv. (3) Målsætning for ,,indkomstudviklingen for samfundet som helhed''. (4) Fortsat begrænsning af rentemarginalen.	(1): Folketingsbeslutning (2)-(4): Lov	(1): S, RV, K, KrF, CD (2): S, RV, KrF, CD, SF (3) og (4): S, RV, KrF, CD, SF, DKP	Initiativet var et led i ,,augustforliget'' imellem S, RV, KrF og CD.

Appendiks 1. Indkomstpolitiske initiativer i Danmark 1962-1990 *(fortsat)*

Tidspunkt	Regering	Indhold	Status	Medvirkende partier	Bemærkninger
December 1976	S	Stop for pris-, husleje- og indkomststigninger.	Lov	S, RV, K, KrF, CD	
April/Juni 1977	S	(1) Forlængelse af kollektive overenskomster. (2) Delvis suspension af dyrtidsreguleringen (indbetaling til ATP).	Lov	S, K, RV, CD, KrF	
August 1977	S	Forbud mod indregning af ikke-overenskomstmæssige lønstigninger i priserne.	Lovforslag (taget tilbage)		
September 1978	S, V	Stop for pris- og indkomststigninger.	Lov	S, V, KrF	Fremsat ved SV-regeringens dannelse.
Februar/ Marts 1979	S, V	(1) Forlængelse af kollektive overenskomster. (2) Forlængelse af stop for pris- og indkomststigninger. (3) Begrænsning af avancer og lønstigningers indregning i priserne. (4) Begrænsning af tantieme og vederlag mv.	Lov	(1), (3) og (4): S, V (2): S, V, RV	
November 1979	S	(1) Midlertidigt stop for lønstigninger. (2) Midlertidigt stop for stigninger i priser, huslejer, udbytter mv.	Lov	(1): S, RV, K, V, CD, KrF (2): S, RV, K, V, CD, KrF, SF	

Appendiks 1. Indkomstpolitiske initiativer i Danmark 1962-1990 *(fortsat)*

Tidspunkt	Regering	Indhold	Status	Medvirkende partier	Bemærkninger
December 1979	S	*„Helhedsløsningen"* (1) Indefrysning af dyrtidsportioner. (2) Prisstop. (3) Begrænsning af udbytter, tantieme og vederlag mv. (4) Fjernelse af posterne brændsel og energi fra reguleringspristallet samt nulstilling heraf (jan. 1980=100). (5) Oprettelse af Lønmodtagernes Dyrtidsfond.	Lov	(1): S, RV, CD, KrF (2) og (3): S, RV, CD KrF, SF (4): S, RV, CD, KrF, K, V (5): S, RV, CD, SF	
Oktober 1980	S	Afdæmpet udvikling i pengeindkomsterne for alle indkomstgrupper.	Henstilling		Henstillingen var især henvendt til arbejdsmarkedets parter.
November 1981	S	Rolig omkostningsudvikling ved begrænsning af pengelønsstigningerne og opretholdelse af realløn-nen efter skat på det eksisterende niveau.	Henstilling/ Hensigtserklæring		Initiativet blev ikke gennemført, idet der umiddelbart efter blev udskrevet valg.
Februar 1982	S	Bortfald af 1 dyrtidsportion. Begrænsning af udbytter mv. Forbud mod indregning af ikke-overenskomstmæssige lønstigninger i priserne.	Hensigtserklæring		Initiativet byggede på en forudsætning om en devaluering af kronen med 7 pct. Da denne kun blev på 3 pct., faldt den indkomstpolitiske følgelovgivning bort.

Appendiks 1. Indkomstpolitiske initiativer i Danmark 1962-1990 *(fortsat)*

Tidspunkt	Regering	Indhold	Status	Medvirkende partier	Bemærkninger
August 1982	S	Indbydelse til trepartsdrøftelser om sammenhængen mellem indkomstudviklingen og de øvrige elementer i den økonomiske politik. Begrænsning af lønomkostningerne. Loft over udbytter mv. Indførelse af kassebindingsregler for pengeinstitutter.	Hensigtserklæring		Initiativet fandt ikke tilstrækkelig politisk tilslutning, og kort efter trådte regeringen tilbage.
Oktober 1982	K, V, CD, KrF	(1) Begrænsning af lønstigninger og suspension af dyrtidsreguleringen. (2) Begrænsning af udbytter, tantieme og vederlag mv. (3) Avancestop. (4) Skærpet tilsynspligt over for pengeinstitutternes rentemarginal mv.	Lov	K, V, CD, KrF, FP, RV	
April/Maj 1984	K, V, CD, KrF	(1) Nedsættelse af stigningstakten for pengeindkomsterne. (Indbydelse til trepartsdrøftelser.) (2) Forlænget suspension af dyrtidsreguleringen.	(1): Henstilling/ Hensigtserklæring (2): Lov	(2): K, V, CD, KrF, RV	

Appendiks 1. Indkomstpolitiske initiativer i Danmark 1962-1990 *(fortsat)*

Tidspunkt	Regering	Indhold	Status	Medvirkende partier	Bemærkninger
Marts/April 1985	K, V, CD, KrF	(1) Fornyelse og forlængelse af kollektive overenskomster mv. (fastsættelse af lønrammer). (2) Tilskud til arbejdsgivernes betaling af arbejdsmarkedsbidrag. (3) Begrænsning af stigninger i priser og avancer. (4) Begrænsning af tantieme og vederlag mv. (5) Bunden opsparing.	Lov	(1), (2), (3) og (5): K, V, CD, KrF, RV (4): K, V, CD, KrF, RV, SF, VS	
Juni 1986	K, V, CD, KrF	Afskaffelse af automatisk dyrtidsregulering.	Lov	K, V, CD, KrF, RV	
Juni 1990	K, V, RV	Afskaffelse af reguleringspristal og indførelse af satsreguleringsprocent (med henblik på regulering af overførselsindkomster mv.).	Lov	K, V, RV, CD, KrF, S, SF	

Appendiks 2

Finanspolitikken 1960-1990

Anders Møller Christensen,
Økonomisk-Statistisk Kontor

Der findes ikke nogen entydig måde at vurdere finanspolitikken på. Budgetsaldoen, som viser det offentlige finansierings- eller placeringsbehov via penge- og kapitalmarkederne, er central for pengepolitikken, men kan ikke uden videre tages som udtryk for stramheden af finanspolitikken. Konjunkturudviklingen påvirker såvel de offentlige indtægter som de offentlige udgifter og dermed også budgetsaldoen.

Ved vurderinger af, om politikken det enkelte år virker ekspansivt eller kontraktivt, kan man enten søge at beregne, hvorledes de foretagne ændringer i de finanspolitiske instrumenter (f.eks. antal offentligt ansatte eller skatte- og afgiftssatser) påvirker de økonomiske målvariable, herunder budgetsaldoen, eller prøve at beregne, hvorledes budgetsaldoen ville have været i fravær af konjunktursvingninger, og anvende ændringen i den korrigerede budgetsaldo som udtryk for, om politikken er lempet eller strammet det pågældende år.

I Danmark anvendes den første metode af Finansministeriet. I Finansredegørelserne og i andre publikationer beregnes den såkaldte finanseffekt, som viser effekten på en eller flere målvariable (f.eks. den økonomiske vækst) af samme års ændringer i de finanspolitiske instrumenter. Metoden kræver en økonomisk model med en stor detaljeringsgrad af de finanspolitiske instrumenter, så de diskretionære ændringer i politikken kan bestemmes, samt accept af, at modellen giver en god beskrivelse af økonomien.

I det følgende anvendes den anden tilgangsvinkel, nemlig at tage udviklingen i budgetsaldoen korrigeret for aktivitetssving som udtryk for, om finanspolitikken er strammet eller svækket. Metoden kræver ikke et egentligt modelapparat, men dog en beregning af, hvorledes konjunkturen påvirker de offentlige budgetter.

Det skal allerede her bemærkes, at de to metoder i praksis giver resultater, som ligger forholdsvis tæt på hinanden i de fleste år. De største principielle forskelle vedrører håndteringen af de offentlige renteudgifter. I Finansministeriets beregninger vil øgede renteudgifter ikke blive taget som udtryk for en lempelse, da renteudgifterne ikke er et finanspolitisk instrument, men en

Appendiks 2

konsekvens af de forudgående års budgetsaldi. I de her foretagne beregninger vil øgede renteudgifter, der ikke modsvares af budgetforbedringer på andre områder, fremstå som en lempelse af finanspolitikken.

Korrektionen for aktivitetssving foretages ved at beregne, hvorledes budgetsaldoen ville have været, såfremt arbejdsløsheden havde været den samme som året før. Den korrigerede budgetsaldo sammenlignes med den faktiske budgetsaldo året før. En forøgelse af underskuddet tages som udtryk for en finanspolitisk lempelse.

Den konkrete beregning består i først at bestemme ændringen i arbejdsløsheden i forhold til året før. Herefter kan det beregnes, hvor meget beskæftigelse og lønsum i den private sektor skulle ændres for at opnå uændret ledighed forudsat, at hele beskæftigelsesændringen finder sted i den private sektor ved det pågældende års produktivitet. På baggrund af empiriske undersøgelser er det antaget, at det kræver en ændring i beskæftigelsen på 1,67 at ændre arbejdsløsheden med 1. Den hypotetiske beskæftigelsesændring finder sted til det pågældende års gennemsnitsløn i den private sektor og har modstykke på efterspørgselssiden i en vækst i den private efterspørgsel svarende til den hypotetiske beskæftigelsesvækst.

Det pågældende års sammensætning af den private efterspørgsel antages uændret.

Under dette sæt af antagelser påvirkes de offentlige budgetter via 3 kanaler, arbejdsløshedsdagpenge, indkomstskat og afgifter. Årets gennemsnitlige sats for arbejdsløshedsdagpenge gange den hypotetiske ændring i arbejdsløsheden giver ændringer i dagpengeudgifterne. Forskellen på den hypotetiske ændring i lønsum og i dagpenge beskattes med årets gennemsnitlige personskattetryk, og den gennemsnitlige afgiftssats på privat efterspørgsel benyttes til at beregne, hvorledes afgiftsprovenuet ville have ændret sig ved den tænkte ændring i den private efterspørgsel.

Resultaterne af beregningerne fremgår af tabel A.2.1.

Kolonnen for korrigeret ændring i budgetsaldoen er positiv i de år, hvor beregningerne viser en stramning af finanspolitikken.

I 1960'erne er der tale om forholdsvis små tal, men det er bemærkelsesværdigt, at politikken i gennemsnit synes at være blevet lempet trods højkonjunkturen. I 1970'erne sker der et voldsomt omsving i budgetsaldoen i 1974 og 1975, men det er for størstedelens vedkommende et resultat af lavkonjunkturen, om end der også er tale om en pæn lempelse, når der korrigeres for den stigende arbejdsløshed. I de følgende år strammes politikken, hvorefter der sker en kraftig lempelse i perioden 1979-82. Beregningerne kan dog have en tendens til at overvurdere lempelsen i 1979, hvor efterlønsordningen

Appendiks 2

Tabel A.2.1 Finanspolitikken 1960-90

	Budgetsaldo	Ændring i budgetsaldo	Korrigeret ændring i budgetsaldo
	Pct. af BNP		
1960	3,1	0,7	0,3
1961	0,2	- 2,9	- 3,0
1962	1,2	1,0	0,9
1963	3,1	1,9	2,3
1964	2,6	- 0,6	- 1,1
1965	2,3	- 0,3	- 0,4
1966	2,5	0,2	0,3
1967	1,7	- 0,8	- 0,6
1968	2,1	0,4	1,2
1969	1,4	- 0,6	- 1,0
1970	2,8	1,3	1,0
1971	3,9	1,1	1,5
1972	3,9	0,0	- 0,0
1973	5,2	1,3	0,8
1974	3,1	- 2,1	- 0,8
1975	- 1,4	- 4,5	- 1,4
1976	- 0,3	1,1	1,2
1977	- 0,6	- 0,3	0,9
1978	- 0,4	0,2	1,4
1979	- 1,7	- 1,3	- 2,6
1980	- 3,3	- 1,6	- 0,6
1981	- 6,9	- 3,6	- 1,0
1982	- 9,1	- 2,2	- 1,4
1983	- 7,2	1,9	2,8
1984	- 4,1	3,1	2,8
1985	- 2,0	2,1	1,1
1986	3,4	5,4	4,2
1987	2,4	- 1,0	- 0,9
1988	0,6	- 1,8	- 1,0
1989	- 0,5	- 1,1	- 0,3
1990	- 1,5	- 0,9	- 0,7

Anm.: Et positivt tal i kolonnen for den korrigerede ændring i budgetsaldoen svarer til en finanspolitisk stramning.

umiddelbart bevirkede, at arbejdsløsheden faldt, hvilket i tabellen viser sig ved, at den korrigerede ændring i budgetsaldoen overstiger den registrerede ændring. I årene 1983-86 strammes finanspolitikken betydeligt, især i 1986, hvorefter der har været mindre lempelser frem til 1990.

Det skal bemærkes, at den offentlige budgetsaldo for årene 1960-70 er delvist skønnet, idet Danmarks Statistiks opgørelse først starter med 1971. Forholdet vurderes dog ikke at være af stor betydning, da de største poster på budgettet er belyst i Adam's databank, som er kilden til beregningerne.

Appendiks 3

Transmission til og fra renten

Dan Knudsen,
Økonomisk-Statistisk Kontor

Der kan knyttes to typer spørgsmål til rentedannelsen. Dels om hvad der påvirker den danske rente, og dels om hvorledes og hvor meget renten påvirker den økonomiske aktivitet.

Sådanne spørgsmål om økonomisk adfærd kan selvfølgelig ikke besvares præcist eller uden forbehold. I det følgende illustreres den afgørende rolle, som den tyske rente og kronens udvikling over for D-mark har spillet igennem de sidste 30 år. Dernæst gennemgås et regneeksempel, som illustrerer hovedmekanismerne i transmissionen af renteændringer til realøkonomien, og der sammenlignes med effekten af en finanspolitisk lempelse. Beregningerne er udført ved hjælp af den økonomiske kvartalsmodel Mona udviklet i Nationalbankens forskningsgruppe.[1])

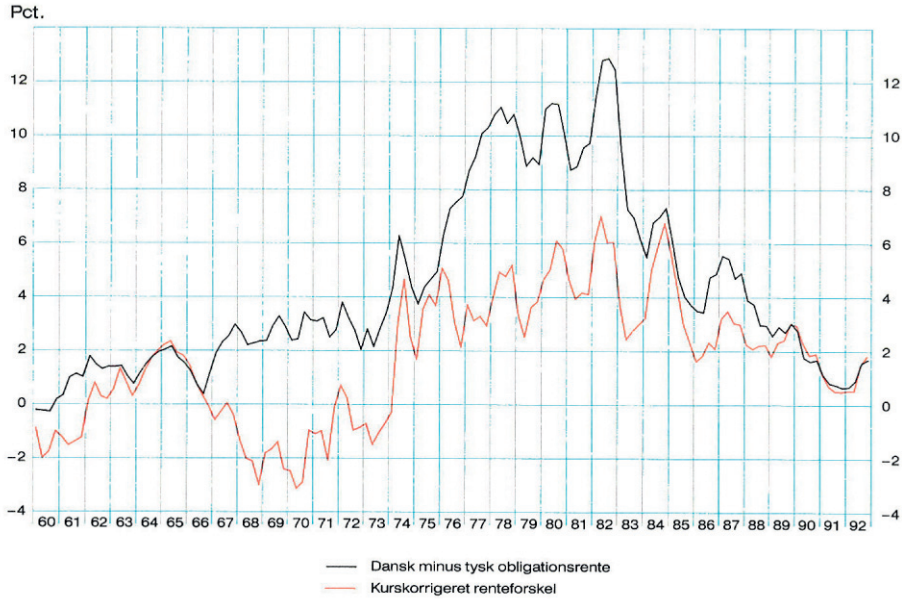
Afvigelser fra den udækkede renteparitet 1960-1992

Figur A.3.1 viser for perioden 1960-1992 den simple forskel mellem dansk og tysk rente samt den kurskorrigerede forskel. Simpel renteforskel er dansk minus tysk obligationsrente. Kurskorrigeret renteforskel er opgjort som simpel renteforskel minus et vejet treårsgennemsnit af stigningen i kroneprisen på D-mark. Den kurskorrigerede renteforskel kaldes også for afvigelsen fra den udækkede renteparitet eller for risikopræmien. Stigningen i kroneprisen på D-mark er opgjort som en årsrate, ligesom renterne er pro anno. I figur A.3.2 er vist år-til-år stigningen i kr./D-mark kursen sammen med det anvendte vejede treårsgennemsnit, der kan tages som et mål for den forventede kronedepreciering, idet det understreges, at der er tale om at vælge et simpelt empirisk mål og ikke om en løsning på et teoretisk problem.

---

[1]) Konstruktionen af den kurskorrigerede renteforskel og modellen er beskrevet i: Anders Møller Christensen og Dan Knudsen. 1992. MONA – a quarterly model of the Danish economy. Economic Modelling, Vol. 9 Nr. 1 1992.

Figur A.3.1 Rentespænd til tysk obligationsrente 1960-1992



Kilde: Danmarks Nationalbank.

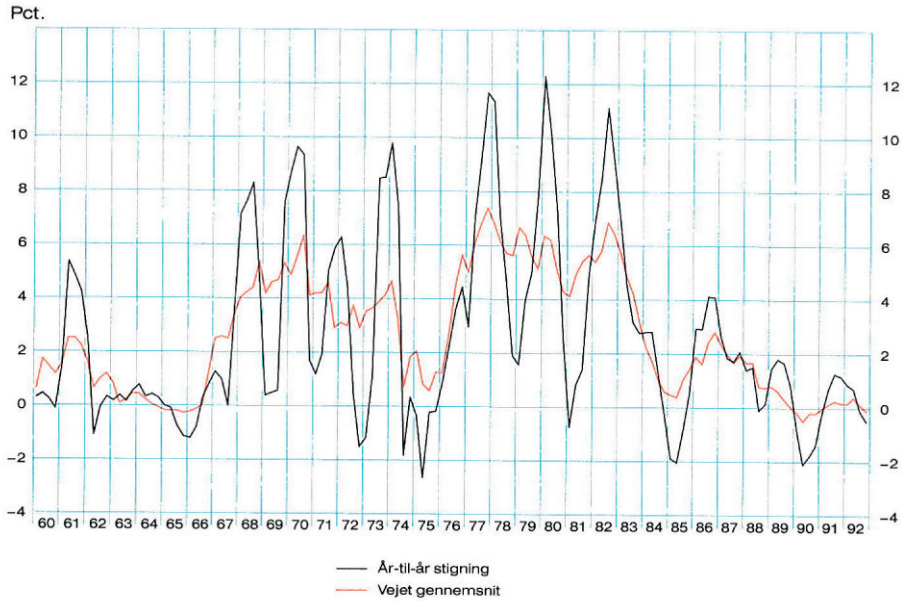
Set over hele tidsrummet 1960 til 1974 synes den udækkede renteparitet nogenlunde overholdt, i og med at den kurskorrigerede renteforskel svinger omkring nul. Inde i 70'erne svækkedes tilliden til kronen, og det anvendte mål for den kurskorrigerede renteforskel kommer ikke under nul – men ligger i en årrække omkring 3-4 pct.

Den simple renteforskel formindskes kraftigt i begyndelsen af 80'erne. Samtidig aftager stigningstakten i kr./D-mark kursen, og den kurskorrigerede renteforskel skifter slet ikke på samme måde niveau mellem årene før 1982 og efter. Indsnævringen af den simple renteforskel og dermed en stor del af det danske rentefald efter 1982 kan med andre ord forklares af den fastere kronekurs.

I de seneste år udviskes forskellen mellem den simple og den kurskorrigerede renteforskel, og der tegner sig også et lavere gennemsnit for den kurskorrigerede renteforskel, som kan være på vej mod nul. Vedholdende fravær af kr./D-mark justeringer – og formentlig også øget tillid til kronen på grund af vendingen på betalingsbalancen – vil dermed have fjernet den risikopræmie, der som nævnt har været gældende igennem en årrække.

Processen med liberalisering af kapitalbevægelserne – afsluttet i 1988 – har sikkert bidraget til reduktionen af renteforskellen. Men det er ikke nemt ge-

Figur A.3.2 År-til-år stigning i kr./D-mark og vejet treårsgennemsnit heraf 1960-1992



Kilde: Danmarks Nationalbank.

nerelt at relatere udviklingen i den kurskorrigerede renteforskel til tidspunkter for kapitalliberalisering.

Sammenfattende giver den stærke indflydelse fra den tyske rente og kursudviklingen sig udtryk i, at afvigelsen fra den udækkede renteparitet over længere perioder synes at holde sig omkring en fast middelværdi – omkring nul frem til 1974 og omkring 3-4 pct. i en årrække derefter. Det er dermed vurderingen, at vi også før 80'ernes liberaliseringer var meget afhængig af det tyske renteniveau, og at der generelt kun har været begrænsede muligheder for at påvirke obligationsrenten gennem Nationalbankens køb og salg af obligationer eller gennem bankens fastsættelse af de korte pengemarkedssatser.

Det viste mål for forventet D-mark stigning har været anvendt ved estimation af kvartalsmodellens finansielle relationer, hvor der findes en relativ høj rentefølsomhed for kapitalimporten med en estimationsperiode, der starter midt i 70'erne. Det er svært fuldt ud at beskrive adfærden bag kapitalimporten, idet der f.eks. har været restriktioner på handelen med statsobligationer. Men det er i den forbindelse også nok så afgørende, at der i hele estimationsperioden er en høj korrelation mellem dansk rente på den ene side og tysk rente plus forventet D-mark stigning på den anden. I modellen påvirkes obligationsrenten også af udviklingen i den private og den of-

Appendiks 3

fentlige sektors opsparingsbalancer, men betydningen heraf er forholdsvis beskeden sammenlignet med betydningen af den tyske rente og valutakursen.

Realøkonomisk effekt af et rentefald

Der er regnet på effekten af en fastholdt sænkning på 1 pct. point af de danske obligations- og pengemarkedsrenter i forhold til et tænkt udgangsforløb. Beregningen fokuserer således på den danske rentes betydning uden at specificere baggrunden for reduktionen af rentespændet til udlandet.

Det er helt overvejende faldet i obligationsrenten, der påvirker forbrug og investeringer i Mona. Den lavere obligationsrente får kontantprisen på fast ejendom til at stige, hvilket stimulerer boliginvesteringerne. Desuden øges værdien af husholdningernes formue, hvilket øger det private forbrug. Rentefaldet stimulerer også erhvervenes investeringer gennem billigere lån og lavere afkast af passive placeringer.

Boliginvesteringerne reagerer kraftigt allerede i 2. år efter rentefaldet, men de fylder relativt lidt, og reaktionen i privatforbruget og erhvervsinvesteringerne er mere afgørende. Den samlede indenlandske efterspørgsel bliver overgangsvis 2 pct. større end i udgangsforløbet, og effekten på BNP topper med godt 1 pct. i 3. og 4. år efter rentefaldet.

Aktivitetsforøgelsen sænker ledigheden, hvor effekten kulminerer med 15.000 personer i det 4. år. Ledighedsfaldet er kun godt halvdelen af stigningen i beskæftigelsen, idet arbejdsstyrken antages øget som følge af de forbedrede beskæftigelsesmuligheder. Den afledte konjunktureffekt og den lavere rente på statsgælden forbedrer de offentlige finanser mærkbart med op til knap 1 pct. af BNP, mens betalingsbalancen omvendt forringes af den øgede import. Effekten på nogle centrale økonomiske variable er vist i tabel A.3.1.

Den initiale formueforøgelse sænker som sagt opsparingskvoten, hvilket virker tilbage på og begrænser formuedannelsen. Efter nogle år begrænses dermed også forskellen til formuen i udgangsforløbet, så den forbrugsforøgende effekt dæmpes, og forskellen til forbruget i udgangsforløbet svinder ind.

Effekten på investeringerne modereres også nogle år henne i forløbet, og efterhånden vil den procentvise effekt på investeringerne begrænses til effekten på størrelsen af det ønskede kapitalapparat. Ifølge de estimerede investeringsrelationer forløber denne tilpasningsproces ganske langsomt for bygge- og boliginvesteringer, mens tilpasningen afsluttes inden for beregningsperioden for maskininvesteringernes vedkommende.

Appendiks 3

Tabel A.3.1 Realøkonomiske virkninger af 1 pct.point lavere rente[1])

I forhold til udgangsforløb	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8
				Ændring i pct.				
Privat forbrug	0,4	0,8	1,1	1,2	1,1	1,0	0,7	0,5
Boliginvesteringer	3,0	8,0	7,9	7,2	6,3	5,5	4,7	4,0
Erhvervsinvesteringer	1,6	5,2	7,6	8,3	8,0	7,2	6,5	6,2
Indenlandsk efterspørgsel	0,6	1,6	2,0	2,1	1,9	1,6	1,4	1,1
Import	0,6	1,4	1,7	1,9	1,8	1,7	1,5	1,3
Eksport	- 0,0	- 0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,2	- 0,1
BNP	0,3	1,0	1,2	1,2	1,1	0,9	0,7	0,5
BFI private byerhverv	0,4	1,4	1,8	1,8	1,5	1,1	0,8	0,6
Produktivitet	0,2	0,4	- 0,1	- 0,6	- 0,7	- 0,6	- 0,2	0,2
Forbrugerpriser	0,0	0,0	0,2	0,5	0,9	1,3	1,6	1,7
Kontantpris på huse	3,4	4,0	4,6	5,4	6,0	6,5	6,5	6,2
Eksportpris	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Timeløn	0,0	0,1	0,5	1,1	1,7	2,3	2,7	2,8
				Ændring i pct. af BNP				
Privat finansiel opsparing	- 0,5	- 1,4	- 1,6	- 1,7	- 1,7	- 1,5	- 1,4	- 1,3
Off. sektors saldo	0,3	0,9	0,9	0,9	0,7	0,4	0,2	- 0,0
Betalingsbalance	- 0,2	- 0,5	- 0,7	- 0,9	- 1,0	- 1,1	- 1,2	- 1,3
				Ændring i 1000 personer				
Beskæftigelse	2	13	23	29	27	21	12	5
Arbejdsløshed	- 1	- 7	- 12	- 15	- 14	- 11	- 6	- 2

[1]) Dansk obligations- og pengemarkedsrente sænket 1 pct.point. Uændret offentligt køb af varer og tjenester.

Desuden dæmpes den ekspansive effekt af rentefaldet på langt sigt af en beskeden negativ effekt på konkurrenceevne og eksport, som følge af at den lavere arbejdsløshed øger timelønnen i forhold til udgangsforløbet.

Sammenligning med en finanspolitisk lempelse

Til sammenligning er regnet på effekten af en forøgelse af det offentlige køb af varer og tjenester fra den private sektor svarende til 1,1 pct. af BNP eller næsten 10 mia. kr. Den finanspolitiske lempelse er dermed dimensioneret således, at den maksimale effekt på arbejdsløsheden er ens. Resultaterne er vist i tabel A.3.2.

Sammenlignet med en lavere rente er den største forskel, at den finanspolitiske ekspansion forværrer de offentlige finanser. Ganske vist dæmpes den negative budgetpåvirkning fra de øgede offentlige udgifter af den ledsagende aktivitetsforøgelse, men budgetpåvirkningen er vedvarende negativ. Der er ikke regnet med en afledet rentestigning.

Appendiks 3

Tabel A.3.2 Realøkonomiske virkninger af en tilsvarende finanspolitisk lempelse[1])

I forhold til udgangsforløb	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8
				Ændring i pct.				
Privat forbrug	0,4	0,8	1,1	1,4	1,5	1,6	1,5	1,4
Boliginvesteringer	0,5	2,2	3,1	3,6	4,1	4,5	4,7	4,5
Erhvervsinvesteringer	0,5	2,3	3,5	3,7	3,1	2,1	1,3	0,7
Indenlandsk efterspørgsel	1,6	2,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,3	2,1
Import	1,7	1,8	2,0	2,1	2,0	1,9	1,7	1,5
Eksport	- 0,0	- 0,1	- 0,3	- 0,6	- 0,9	- 1,2	- 1,5	- 1,7
BNP	0,9	1,3	1,5	1,5	1,3	1,1	0,9	0,8
BFI private byerhverv	1,0	1,8	2,0	1,9	1,5	1,1	0,7	0,4
Produktivitet	0,7	0,6	0,1	- 0,5	- 0,8	- 0,8	- 0,6	- 0,3
Forbrugerpriser	- 0,0	- 0,1	0,1	0,5	0,9	1,3	1,6	1,8
Kontantpris på huse	0,1	0,6	1,5	2,7	3,9	5,0	5,8	6,1
Eksportpris	0,0	0,1	0,3	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9
Timeløn	0,0	0,2	0,6	1,2	1,8	2,4	2,9	3,1
				Ændring i pct. af BNP				
Privat finansiel opsparing	0,1	- 0,3	- 0,5	- 0,7	- 0,7	- 0,6	- 0,6	- 0,6
Off. sektors saldo	- 0,6	- 0,3	- 0,2	- 0,3	- 0,5	- 0,8	- 1,0	- 1,3
Betalingsbalance	- 0,5	- 0,6	- 0,8	- 1,0	- 1,2	- 1,4	- 1,6	- 1,8
				Ændring i 1000 personer				
Beskæftigelse	4	14	23	29	28	23	16	9
Arbejdsløshed	- 2	- 7	- 12	- 15	- 14	- 12	- 8	- 5

[1]) Offentligt vare- og tjenestekøb hævet 1,1 pct. af BNP. Uændret rente.

Effekten på den indenlandske efterspørgsel og beskæftigelsen kommer hurtigere ved den finanspolitiske lempelse, hvor det offentliges efterspørgsel stiger med det samme, og beskæftigelseseffekten ville selvfølgelig være endnu hurtigere, hvis der var tale om flere offentligt ansatte. Rentefaldets forøgelse af forbrugs- og investeringskvoterne sker dog hurtigt nok til at give en lige så mærkbar beskæftigelseseffekt i år 2, så denne forskel er ikke dominerende ifølge regneeksemplerne.

Det er en beskæftigelsesmæssig ulempe ved rentefaldet, at det billiggør kapitalapparat på bekostning af arbejdskraft. Ifølge den estimerede beskæftigelsesrelation, er der dog en tendens til, at maskininvesteringer umiddelbart øger beskæftigelsen, mens arbejdskraftbesparelsen som følge af større og nyere kapital først indtræder på længere sigt. I de udførte beregninger er det først mod slutningen af den otteårige periode, at arbejdsproduktiviteten bliver større i forløbet med rentefald end ved den finanspolitiske lempelse.

Større produktivitet fører dog også til højere realindkomst, og det større og nyere kapitalapparat betyder, at omkostningerne ved at producere en ek-

Appendiks 3

stra enhed er mindre. Sidstnævnte effekt virker isoleret set positivt på konkurrenceevnen, og har især betydning for eksportpriserne, jf. tabellen. Det ledsagende fald i eksportmængderne bliver derfor mindre ved rentefaldet end ved den finanspolitiske lempelse.

Den gunstigere udvikling i eksporten er også baggrunden for, at den langsigtede effekt på betalingsbalancen er mindre negativ ved rentefaldet.

Forøgelse af den offentlige efterspørgsel er – i hvert fald principielt – under myndighedernes umiddelbare kontrol, hvad et fald i obligationsrenten ikke er. Den medfølgende budgetforværring kan dog i praksis gøre det umuligt at fastholde den finanspolitiske lempelse. Omvendt gør den positive budgetpåvirkning og de langsigtede perspektiver for kapacitet og produktion en lav rente tiltrækkende, og det kan være kontraproduktivt, hvis finanspolitikken øger renteforskellen til udlandet. Der er dog ingen klare holdepunkter for en vurdering af den renteøgende effekt af ekspansiv finanspolitik.