

DANSK ØKONOMI

- Economic Prospects in Denmark

SEPTEMBER 1985

DANSK PENGEPOLITIK UNDER FORVANDLING

- En strukturreport udarbejdet efter anmodning
fra folketingets politisk-økonomiske udvalg

Danish Monetary Policy in Transition

Report presented to the Government in
compliance with a request from the Standing
Parliamentary Committee on Economic Policy
With an English Summary

DET ØKONOMISKE RÅD

FORMANDSKABET

KØBENHAVN 1985

FORMANDSKABETS REDEGØRELSE

1. Det realøkonomiske grundlag for de kommende måneders økonomisk politiske afgørelser. 18. december 1962. Foreligger kun stencileret.
2. Hovedtendenser i indkomstudviklingen for de vigtigste samfundsgrupper 1955-62. 25. februar 1963. 2,50 kr.
3. Den økonomiske situation. 16. september 1963. Foreligger kun stencileret.
4. Strukturproblemer i dansk landbrug. Maj 1964. 4 kr. (Udsolgt).
5. Indkomstramme og indkomststatistik. November 1964. 4 kr.
6. Bygge- og boligpolitikken. Juni 1965. 4,50 kr. (Udsolgt).
7. Den økonomiske udvikling i 1965. 4,50 kr.
8. Bidrag til belysning af formueudviklingen i Danmark i de senere år. August 1966. Genoptrykt 1973. 12 kr.
9. Konjunktursituation, indkomstpolitik og indkomststatistik. September og december 1966. 8,50 kr. (Udsolgt).
10. Konjunktursituationen i efteråret 1967. September 1967. 8 kr. (Udsolgt).
11. Den personlige indkomstfordeling og indkomstudjævningen over de offentlige finanser. November 1967. Genoptrykt 1971. 10 kr. (Udsolgt).
12. Dansk økonomi i efteråret 1968. (Herunder en særlig landbrugsredegørelse). September 1968. 9 kr. (Udsolgt).
13. Indkomststatistik 1968. December 1968. 9 kr. (Udsolgt).
14. Konjunkturudsigterne for 1969. April 1969. Foreligger kun stencileret.
15. Danmarks internationale konkurrenceevne. Maj 1969. 9 kr.
16. Dansk økonomi i efteråret 1969. September 1969. 10 kr. (Udsolgt).
17. Boligmarkedet og boligbyggeriet. Maj 1970. 12 kr. (Udsolgt).
18. Dansk økonomi i efteråret 1970. September 1970. 10 kr.
19. Dansk økonomi, foråret 1971. April 1971. 10 kr.
20. Markedsperspektiver og strukturproblemer. Oktober 1971. 15 kr.
21. Dansk økonomi, foråret 1972. Den økonomiske situation. Livsindkomstberegninger. Marts 1972. 12 kr. (Udsolgt).
22. Økonomisk demokrati i samfundsøkonomisk belysning. November 1972. 12 kr.
23. Dansk økonomi, foråret 1973. Den økonomiske situation. Måling af finanspolitikens virkninger. Maj 1973. 12 kr.
24. Dansk økonomi, efteråret 1973. Den økonomiske situation. Korttids- og langtidsvirkninger af ændringer i finanspolitikken. Inflationsproblemet. December 1973. 12 kr. (Udsolgt).
25. Dansk økonomi, februar 1974. Økonomiske problemer efter oliekrisen. Virkninger af foreslåede økonomiske indgreb. 5 kr.
26. Dansk økonomi, september 1974. 10 kr.
27. Dansk økonomi, maj 1975. 12 kr.
28. Dansk økonomi, september 1975. 10 kr. (Udsolgt).
29. Dansk økonomi, april 1976. De ændrede tendenser i international økonomisk politik. Er beskæftigelseskrisen strukturel? 15 kr. (Udsolgt).
30. Dansk økonomi, november 1976. Fortsat international lavkonjunktur? Balanceproblemer for dansk økonomi til 1980. Den økonomiske fordeling. 20 kr.
31. Dansk økonomi, maj 1977. Livsindkomstberegninger. Formueforskydninger under inflation. 20 kr.
32. Dansk økonomi, december 1977. Valutakurspolitik og indkomstpolitik. Arbejdskrafttilskud. Investeringssituationen i landbruget. 25 kr.
33. Dansk økonomi, maj 1978. Konjunktursituationen. Perspektiver for dansk økonomi og økonomisk politik på længere sigt. Krav til en dansk indkomstpolitik. 25 kr.

(Fortsættes på omslagets 3. side)

DET ØKONOMISKE RÅD
Formandskabet

DANSK ØKONOMI

SEPTEMBER 1985

AKADEMISK FORLAG
København, september 1985



Til regeringen

Nærværende redegørelse blev drøftet på Det økonomiske Råds møde den 30. september 1985. I mødet deltog som særligt indbudte også repræsentanter for Assurandør-Societetet, Danmarks Sparekasseforening, Realkreditrådet, Danmarks Rederiforening, Skibsværftsforeningen samt centraladministrationen.

Diskussionen blev indledt med et indlæg fra nationalbanken, som man efter anmodning fra nationalbankdirektøren og på baggrund af redegørelsens særlige karakter har valgt at gengive in extenso som bilag til nærværende skrivelse. I indlægget gives der udtryk for, at uanset, at analysen af dansk pengepolitik indeholder en lang række oplysninger og vurderinger, som banken er enig i eller ikke ønsker at udtrykke forbehold overfor, er der visse centrale tankegange, hvor vægtfordelingen i synspunkterne efter bankens opfattelse ikke kan holde for en nøjere kritik. Især fremhæves, at de yderligere liberaliseringer af kapitalbevægelserne, der er sket i årene 1983-85 har fået for stor vægt i forklaringen af sporskiftet i pengepolitikken i forhold til virkningerne af den overbevisende gennemførelse af fastkurspolitikken siden efteråret 1982. Det er ligeledes understreget, at der med de nævnte liberaliseringer ikke er sket noget brud i forhold til den liberaliseringspolitik, der har strakt sig over mere end 20 år.

Trods de af nationalbanken fremhævede dissenspunkter, som man skal komme tilbage til under de enkelte i det følgende anførte diskussionsemner, var det en samstemmende opfattelse på mødet, at de friere kapitalbevægelser, fastkurssamarbejdet i EMS og den voksende internationale finansielle integration har medført en stærk indsnævring af spillerummet for pengepolitikken og en ny indretning af denne, og at hovedvægten i den økonomiske politik derfor for

fremtiden må lægges på finans- og indkomspolitikken. Det var ligeledes en stort set samstemmende opfattelse, at der er tale om en udvikling, som ikke er reversibel idet der dog fra LOs side blev givet udtryk for, at det kunne være værd at overveje en tilbagevenden til lignende regler for kapitalbevægelserne som før 1983 for at undgå at komme i en situation, hvor EMS-medlemskabet kunne risikere at blive sat på spil, hvilket blev anset for klart uønskeligt.

På baggrund af disse vurderinger blev der også fra flere sider udtrykt tilslutning til rapportens konstatering af, at den generelle økonomiske og rentemæssige udvikling har fjernet motiveringen for den diskussion om en mere reguleringspræget pengepolitik - med specielle placeringsregler etc. - som var et af udgangspunkterne for henstillingen fra et flertal i folketingets politisk-økonomiske udvalg om udarbejdelsen af nærværende redegørelse. Ingen gav udtryk for ønske om en alternativ politik i form af omfattende interne og eksterne restriktioner. De hidtidige erfaringer med liberaliserings- og fastkurspolitikken bedømtes generelt som klart positive, selv om der samtidig af LO blev gjort opmærksom på, at udviklingen også begrænsede mulighederne for indgreb over for forbrugskreditterne, og at fordelene ved en fast rentetilkobling til udlandet ville blive mere problematiske under stigende international rente. Fra erhvervs- og arbejdsgiverside blev der under denne del af diskussionen henvist til rapportens konstatering af, at den tidligere delvise afskærmning fra udlandets renteutvikling var blevet brugt til at presse det danske renteniveau op over udlandets. På kort sigt kunne dette nok i et vist omfang være et substitut for nødvendige finanspolitiske og indkomspolitiske stramninger; men på det lidt længere sigt gav det endnu større balanceproblemer, især i kraft af for små og for få investeringer. Derudover henvistes der også fra adskillige sider, inklusive nationalbanken, til konstateringen af restriktioners tendens til hurtigt at blive ineffektive og til virkningerne i form af kødannelser i kreditgivningen, dannelsen af "grå" parallelmarkeder og forvridninger af ressourceanvendelsen. - Fra formandskabets side uddybedes rapportens oplysninger og vurderinger vedrørende sidstnævnte punkt med bemærkninger om, at Frankrig, Italien og Sverige havde tiltagende vanskeligheder med at administrere de tilbage-

værende valutarestriktioner.

Beslutningsprocessen omkring ændringerne i valutabestemmelserne

I redegørelsen karakteriseres beslutningsprocessen i pengepolitikken i Danmark som mere lukket, end det kendes i mange andre lande. Dette er bl.a. også eksemplificeret ved, at så betydningsfulde og potentielt vidtrækkende ændringer af valutabestemmelserne som dem, der er sket over de senere år, er blevet gennemført stort set uden nogen forudgående offentlig diskussion, men alene med en orientering af folketingets valutaudvalg.

Hertil har nationalbanken i sit indlæg dels bemærket, at det ikke fremgår tilstrækkeligt tydeligt af rapporten, at valutarestriktioner og valutakurspolitik i henhold til lovgivningen hører under regeringens ansvarsområde, dels (som berørt), at de senere års valutaliberaliseringer i rapporten fremtræder som et brud med de foregående 20 års politik og dermed også tillægges en for stor betydning for sporskiftet i pengepolitikken.

Til det første replicerede formandskabet, at kritikken med hensyn til for stor lukkethed i den pengepolitiske beslutningsproces også vedrører regeringens deltagelse heri, og at det med hensyn til valutaloven klart er betonet, at administrationen heraf er et regeringsansvar. Derimod består der en real meningsforskel vedrørende det andet af nationalbankens anførte kritikpunkt, idet det er formandskabets opfattelse, at de senere års valutaliberalisering kvalitativt har afvejet navnlig fra liberaliseringens indledende faser, hvor der kun blev taget små og forsigtige skridt, men i nogen grad også fra senere faser, hvor der i perioder skete en deliberalisering. Der var nu fuld frihed for ind- og udførsel af børsnoterede obligationer og aktier, og for erhvervene var lån i udlandet i kraft af den senere tids udvikling blevet et fuldstændigt substitut for lån i danske pengeinstitutter. Den i nationalbankens indlæg viste oversigt tydede også på, at de yderligere liberaliseringer havde haft væsentlig betydning for det kraftige opsving, der var sket i den registrerede pri-

vate kapitalimport.

Arbejderbevægelsens Erhvervsråd erklærede sig enig i, at liberaliseringsprocessen var accelereret i de senere år, uden at man havde vist det tilstrækkelig politisk opmærksomhed. Når man kunne nære betænkeligheder ved den store finansielle åbenhed, skyldtes det ikke mindst, at dansk økonomi er meget sårbar over for forværringer i den internationale økonomi, således at der, som illustreret i kapitel VI, kun er en snæver margin mellem over- og underskudsforløb. - Redegørelsens understregning af, hvor følsom den økonomiske udvikling i Danmark er over for ydre og indre påvirkninger blev ligeledes fremhævet i flere andre indlæg på mødet.

Den vurdering, at det er relativt kraftige skridt, der er taget i liberaliseringspolitikken i de senere år, kom også forudsætningsvist til udtryk i flere af indlæggene fra erhvervs- og arbejdsgiverside og i Bankforeningens indlæg. Det skete bl.a. derved, at man var enige i, at det ville være forbundet med store økonomiske og politiske omkostninger at genindføre valutarestriktioner svarende til situationen før 1983, og ved en understregning af, at den mere markedsorienterede politik samtidig med, at den havde givet et meget stort rentefald, fuldt ud havde kunnet forenes med en stabil valutarisk udvikling til trods for Danmarks fortsat store underskud på betalingsbalancen. Bankforeningen så heri en illustration af den fleksibilitet og effektivitet, der er forbundet med et penge-, kredit- og valutamarked uden kvantitative restriktioner. Af Industrirådet karakteriseredes den førte politik som rigtig, konsekvent og dristig og nøje forbundet med Danmarks medlemskab af EMS.

Nationalbankdirektøren fastholdt under drøftelserne, at han ikke kunne acceptere tanken om, at der var sket et skred i politikken med hensyn til valutabestemmelserne. Han afviste herunder, at de indledende liberaliseringer af kapitalbevægelserne i 1960'erne skulle have været relativt ubetydelige. Op gennem 1960'erne og i forbindelse med EF-tilslutningen var der sket substantielle liberaliseringer. Samtidig lå den afgørende vægt i forbindelse med den nye pengepolitiske udvikling på fastkurspolitikken.

Perspektiverne for EMS-samarbejdet

Som anført i nationalbankens indlæg deler banken ikke den opfattelse, at EMS-samarbejdet i løbet af en forholdsvis kort årrække kan tænkes at udvikle sig til et egentligt fastkurs-system - eventuelt med en institutionel overbygning i retning af en europæisk centralbank. På linie hermed udtalte Sparekasseforeningens repræsentant, at en monetær union ville forudsætte en sådan grad af fiskal integration, at der næppe selv på langt sigt ville være politisk dækning herfor. En tilsvarende vurdering blev fremsat af FTF's repræsentant, der samtidig stærkt advarede mod en fastlåsning af valutakurserne i EMS, idet dette ville lægge meget store byrder over på indkomspolitikken, så meget mere som de finanspolitiske manøvrer muligheder under alle omstændigheder var meget begrænsede. I Rederiforeningens indlæg blev der ligeledes lagt vægt på fortsatte justeringsmuligheder for valutakurserne i EMS. Derimod tog Metalarbejderforbundet stærk afstand fra justeringer i form af devaluering.

Formandskabet fastholdt, at set i et lidt længere tidsperspektiv måtte en udvikling af EMS-samarbejdet til et egentligt fastkurssamarbejde betragtes som en realistisk mulighed. Det relativt fikserede valutakurssystem i EMS i de senere år var et markant fænomen, selv om man endnu ikke havde nået det sammenfald i inflationsudvikling, kreditmarkedsudvikling etc., som var en forudsætning for helt faste valutakurser. Undladelsen af brug af valutakursjusteringer i EMS i det sidste par år var sket uden, at der var opstået spændinger af valutarisk karakter. Politikken i de forskellige lande var klart rettet ind på, at dette fortsat skulle være tilfældet. Konvergensgraden i den økonomiske politik og i den faktiske økonomiske udvikling var større, end bl.a. centralbankerne på forhånd havde troet muligt. Formandskabet mindede desuden om, at de europæiske centralbanker ikke havde forudset EMS som en realistisk mulighed i 1978.

Muligheder og prioriteringer i finans- og indkomspolitikken

I betragtning af de stærkt mindskede muligheder for at føre en renteregulerende pengepolitik spillede mulighederne for eventuelt at løse balanceproblemerne og for i et vist omfang at afvige fra omverdenens politik gennem den måde, finans- og indkomspolitikken bliver tilrettelagt på, en central rolle under rådets drøftelser.

Fra lønmodtagerside ytrede man sig som allerede berørt noget skeptisk herom. LO bragte i denne forbindelse holdningerne til overskudsdeling på bane; i relation til den dagsaktuelle situation nævnte LO's formand, at det ville være uacceptabelt for lønmodtagerne, hvis de på grund af betalingsbalanceudviklingen skulle betale for den pengepolitiske ekspansion gennem en finanspolitisk stramning. Internationalt måtte man arbejde for en koordineret finanspolitisk ekspansionsproces for at sikre, at det samlede resultat under de begrænsninger, der efterhånden er blevet lagt på de enkelte landes økonomisk-politiske handlefrihed, bliver en rimelig og acceptabel politik. Metalarbejderforbundets formand fremhævede, at en specifik erhvervsfremmepolitik af helt andre dimensioner end den nuværende var nødvendig for at løse balanceproblemerne.

DA's formand udtrykte som foreningens klare opfattelse, at finanspolitikken kombineret med en fornuftig løn- og omkostningsudvikling udmærket kunne sikre nedbringelse af betalingsbalanceunderskuddet og samtidig sikre størst mulig økonomisk vækst og øget beskæftigelse. Han henviste i denne forbindelse til det i redegørelsen beregnede overskudsforløb, som indebar en betydelig forbedring af den samfundsøkonomiske balance. De fortsat store tal for den registrerede ledighed, som beregningerne udviste, måtte vurderes på baggrund af svaghederne ved den officielle statistik på området, der alene var en statistik over de foretagne dagpengeudbetalinger og ikke en reel ledighedsstatistik.

DA kunne være enig i, at betalingsbalanceudviklingen ved et forløb på linie med overskudsforløbet ville give mulighed for

en finanspolitisk lempelse til gavn for beskæftigelsen. Man måtte imidlertid lægge vægt på for det første, at en lempelse ikke fandt sted, før overskuddet havde manifesteret sig, og for det andet, at en lempelse primært blev udmøntet i form af et lavere skattetryk.

Erhvervenes repræsentanter udtalte sig på linie hermed. Således nævnte Industrirådets formand, at den nye penge- og valutapolitik kræver en vedholdende ansvarsbevidst opfølgning med finans- og indkomstp politik. Han pegede i øvrigt på, at den mindre handlefrihed i landenes økonomiske politik blev modsvaret af de friere og mere effektive økonomiske forbindelser med udlandet, hvilket måtte have særlig vægt i et lille land som Danmark. Bankforeningens formand henvisste til beregningsresultaterne i redegørelsen, hvorefter det er indkomstp politikken langt snarere end renten, der er afgørende for den internationale konkurrenceevne. Derudover fremhævedes, at de opnåede resultater i penge- og valutapolitikken havde skabt forventninger hos markedets deltagere herhjemme og i udlandet om en fremtidig stabilitet i danske priser og valutakurser, og dette havde været medvirkende til at sætte gang i erhvervsinvesteringerne igen. Endelig hæftede også Grosserer-Societetets formand sig stærkt ved redegørelsens påvisning af de i sammenligning med virkningerne af en ændring i lønkonkurrenceevnen forholdsvis marginale samfundsøkonomiske nettovirkninger af en renteændring. Man måtte derfor på det kraftigste opfordre til, at der bliver udvist samfundsøkonomiske hensyn, næste gang der forhandles løn. Om finanspolitikken udtalte Grosserer-Societetet, at der fortsat måtte være ret vide rammer for det enkelte lands finanspolitik, men at en vis international koordinering var absolut ønskelig.

I en replik nævnte Metalarbejderforbundets formand, at lønmodtagerne havde erfaring for, at lønafdæmpning slog for lidt og for sent igennem i prisudviklingen. En fortsat stærk lønafdæmpning ville forudsætte en dermed sammenfaldende prisafdæmpning. Hertil bemærkede Grosserer-Societetets formand, at konkurrencen i erhvervene var uhyre skarp, og at prisafdæmpning derudover også sikredes gennem avancebegrænsningsloven.

Der udspandt sig tillige en del diskussion om redegørelsens forslag om at udbygge finanspolitikken med nye virkemidler gennem overgang til variable afskrivningsregler og konjunkturbestemte henlæggelser m.v. til investeringsfonds. Dette tog erhvervenes repræsentanter afstand fra med den begrundelse, at det ville skabe kunstig usikkerhed for erhvervslivets langsigtede planlægning, hvor det afgørende netop var stabilitet i forventningerne til den økonomiske politik, således som det havde været tilfældet i de senere år. Fra industriens side advaredes der i denne forbindelse også mod pludselige skattestramninger i almindelighed. Formandskabet bemærkede til kritikken af det fremsatte forslag, at det efter indskrænkningen af mulighederne for en renteregulerende pengepolitik måtte være vigtigt, at der blev skabt kompenserende muligheder for påvirkning af det samlede investeringsomfang som led i stabiliseringspolitikken.

Håndværksrådets formand fremhævede under denne del af diskussionen betydningen af, at myndighederne undgik udsendelse af tvetydige signaler med hensyn til den økonomiske politik. Dette var blevet så meget mere betydningsfuldt, som kapitalmarkedet nu udviste en langt mere spekulativt betonet adfærd end tidligere. (Efter Håndværksrådets opfattelse var der ikke brug for nogen finanspolitisk stramning nu, men hvis det kom til et finanspolitisk ingreb måtte det have karakter af øgede offentlige besparelser).

Kompetencefordelingen i tilrettelæggelsen af pengepolitikken. Nationalbankens informationsvirksomhed

I indlægget fra nationalbanken er der givet udtryk for, at såfremt der under en eller anden form ønskes en forøgelse af den information, der står til rådighed for offentligheden, og som banken gennem årene har bestræbt sig på at forøge, vil man i banken være positivt indstillet over for dette. Både danske og udenlandske erfaringer viste imidlertid, at der kun var ringe offentlig interesse for pengepolitiske spørgsmål.

Formandskabet medgav, at det skortede på interesse herfor, bortset fra konfliktprægede spørgsmål, men at indtryk-

ket dog var, at der i mange andre lande var betydelig større diskussion og mere information om spørgsmålet end i Danmark. Redegørelsens efterlysning af mere omfattende information på det pengepolitiske område blev i øvrigt støttet fra flere sider med præcisering af, at man naturligvis ikke forestillede sig en forudgående information om forestående pengepolitiske foranstaltninger, men alene en løbende debat om baggrunden for og formålet med de trufne foranstaltninger. I Grosserer-Societetets indlæg blev behovet for at gøre den førte politik og begrundelserne derfor mere klar for offentligheden kædet sammen med nationalbankens selvstændige stilling, som i øvrigt alle, der ytrede sig om emnet gik ind for skulle fortsætte. Fra Bankforeningens side fandt man at ønsket om mere information om pengepolitikken nok i forholdsvis stor udstrækning var akademisk betonet, og at grænsenyttens af yderligere information, flere møder og yderligere diskussioner kunne vise sig at være hastigt faldende. I denne forbindelse betonedes, at pengepolitikken er præget af megen teknik og foruden hurtighed også oftest forudsætter fortrolighed.

Varetagelsen af tilsynsfunktionerne

Især indlæggene fra Assurandør-Societetet og Danmarks Sparekasseforening beskæftigede sig med disse spørgsmål. Af Assurandør-Societetet blev der givet udtryk for, at arbejdsdelingen i det finansielle system i lang fremtid må gøre det nødvendigt med forskellige lovregler for pengeinstitutter, forsikringselskaber, pensionskasser, realkreditinstitutter m.v. På denne baggrund ville det næppe være hensigtsmæssigt at oprette et fælles tilsyn, hvorimod der godt kunne være grund til at overveje, i hvilket regi de forskellige tilsynsmyndigheder burde være placeret. Umiddelbart burde man dog først og fremmest overveje, om ikke det var muligt at sikre den fornødne beskyttelse af indskydere, forsikringstagere, obligationskøbere etc. ved forholdsvis enkle bestemmelser vedrørende soliditet og likviditet samt ved helt generelle placeringsregler. Som det var nu, syntes man i stedet på vej til meget rigoristiske detailreguleringer. Indtrykket var, at afreguleringen af penge- og kreditmarkedspolitikken helt var gået uden om det tilsynsmæssige områ-

de, ligesom talen om regelforenkling ikke havde sat sig synlige spor på området.

Sparekasseforeningen fandt, at Tilsynet med Banker og Sparekasser fungerer effektivt og fleksibelt, og så ikke nogen egentlig fordel ved eventuelt at henlægge tilsynet under nationalbanken. I forbindelse hermed understregedes, at det ikke nødvendigvis er afgørende, om de forskellige tilsynsmyndigheder samles under f.eks. samme ministerium, hvorimod det er vigtigt at sikre, at de respektive lovgivningskomplekser administreres på et ensartet og koordineret grundlag, hvad angår vurderingerne af de finansielle institutioners aktiviteter.

Skatteflugtmulighederne i forbindelse med afreguleringen på valutaområdet

Dette punkt fra redegørelsen blev trukket frem i flere indlæg - i alle tilfælde med fremhævelse af behovet for en tilbunds-gående undersøgelse af de nye undtagelsesmuligheder. Af Sparekasseforeningen betegnedes en løsning af de problemer, rapporten rejser, som så meget mere presserende, som man ikke realistisk kunne forvente, at den tilbageholdenhed, pengeinstitutterne i Danmark har udvist med hensyn til valutaændringes udnyttelse af de øgede muligheder for international skattetænkning, vil være tilstrækkelig til at hindre en udbredelse af skattetænkningen på dette område.

Afgiftsgrundlaget for realrenteafgiften

Endelig blev også rapportens bemærkninger om forvridningerne i forbindelse med begrænsningerne i afgiftsgrundlaget for realrenteafgiften fremdraget i debatten. Sparekasseforeningen henviste til, at man fra første færd havde udtrykt betænkelighed ved de forvridninger på såvel de finansielle markeder som ejendomsmarkedet, der følger af, at midler placeret i indeksobligationer, fast ejendom og aktier er fritaget for realrenteafgiften. Foreningen kunne således tilslutte sig det principielle sigte i forslaget om at fjerne undtagel-

sesbestemmelserne i loven om realrenteafgift, idet man dog måtte nære nogen sympati for den støtte til udviklingen af et aftraktivt aktiemarked og til erhvervsvirksomhedernes tilførsel af ansvarlig kapital, som denne lovgivning havde medvirket til. Ingen af mødets deltagere tog principiel afstand fra forslaget, men af Assurandør-Societetet blev det dog påpeget, at undtagelsesbestemmelserne og forvridningerne i forhold til en situation uden sådanne regler gjaldt bestemte, brede og veldefinerede investeringsobjekter, og at formålet med undtagelserne helt klart havde været at fremme placeringer og investeringer på disse felter. Den byggeaktivitet, der fandt sted med støtte i disse regler, havde også en klar baggrund i det generelle efterspørgselsmønster. En ophævelse af afgiftsfritagelsen for placeringer i fast ejendom ville højst have en marginal rentereducerende virkning.

København, den 7. oktober 1985

Karsten Laursen Niels Thygesen Ebbe Yndgaard



København, den 27. september 1985.

"Dansk pengepolitik under forvandling".

Denne omfattende analyse af dansk pengepolitik indeholder en lang række oplysninger og vurderinger, som Nationalbanken er enig i eller ikke ønsker at udtrykke forbehold over for.

Derimod er der visse centrale ledetråde i argumentationen, hvor vægtfordelingen af synspunkterne næppe kan holde for en nøjere kritik.

Det fremhæves i rapporten, at der i de senere år er sket et pengepolitisk sporskifte, der er fremkaldt af afviklingen af valutarestriktioner samt den stadig fastere markering af fastkurspolitikken. Dette har medført, at spillerummet for pengepolitikken er blevet stærkt indsnævret.

Den beslutningsproces, der har ført til det omtalte sporskifte, har været for lukket, bl.a. fordi Nationalbanken ikke i tilstrækkeligt omfang har bidraget til en offentlig debat om penge- og valutapolitiske forhold.

Endelig peges der i rapporten på, at samarbejdet i Det europæiske monetære System (EMS) sandsynligvis i løbet af en begrænset årrække vil udvikle sig til et egentligt fastkurs-system - eventuelt med en fælles institutionel overbygning - hvorved den pengepolitiske autonomi helt vil blive fjernet.

Nationalbanken har på disse centrale punkter en afvigende opfattelse.

1. Beslutningsprocessen.

Der lægges i rapporten afgørende vægt på liberaliseringen af kapitalbevægelserne og fastkurspolitikken som årsag til sporskiftet i pengepolitikken.

Det er korrekt, at i særdeleshed liberalisering af kapitalbevægelserne først i den seneste tid har spillet en større rolle i den offentlige debat.

Det fremgår imidlertid ikke tilstrækkelig tydeligt i rapporten - og da slet ikke af omtalen i sammenfatningen s. XXIII - at valutarestriktioner og valutakurspolitik i henhold til lovgivningen hører under regeringens ansvarsområde. Enhver ændring i valutabekendtgørelsen er principielt undergivet direkte parlamentarisk kontrol. Der kan således både rettes spørgsmål til ministeren og rejses krav om en forespørgselsdebat.

På denne baggrund ville det være ejendommeligt, hvis Nationalbanken lagde op til en offentlig drøftelse af påtænkte ændringer i valutabestemmelserne, uanset at bankens rolle ofte har været af initiativtagende art.

Når der ikke har været rejst en forudgående politisk debat om liberaliseringerne, der har strakt sig over mere end 20 år, skyldes det formentlig, at afskaffelse af restriktioner på dette som på andre områder har været set som et formål i sig selv og i øvrigt været i overensstemmelse med de forpligtelser, vi har påtaget os som medlemmer af OECD og EF. Hertil kommer, at en egentlig beregning af virkningerne af liberaliseringerne - positive som negative - på forhånd ikke har været mulig. Debat er derfor først opstået, når det har vist sig, at der er sket kapitalbevægelser, som fra visse synspunkter er uønskede.

2. Kapitalbevægelsernes determinanter.

Det er uhyre vanskeligt - for ikke at sige umuligt - at give en præcis forklaring på den vægt, der skal tillægges forskellige forholds betydning for kapitalstrømmene.

Tankegangen i rapporten synes at være næsten udelukkende domineret af visse liberaliseringer siden 1983 og den helt usædvanlige og atypisk store kapitalimport i 2. halvår 1984 og 1. halvår 1985.

De vigtigste liberaliseringer i 1983 og begyndelsen af 1984 omfattede genoptagelse af udlændinges adgang til at købe danske statsobligationer, visse lempelser i adgangen til at optage finanslån samt adgang for danskere til at købe udenlandske børsnoterede aktier.

Følgende opstilling af de registrerede private kapitalbevægelser kan illustrere udviklingen.

	1.7.1984 - 31.6.1985
Nye liberaliseringer	mia.kr.
Salg af statsobligationer til udlandet	15,7
Køb af udenlandske aktier	<u>-0,6</u>
I alt	15,1
Lempede regler	
Finanslån	20,0
Uændrede regler	
Salg af andre obligationer end statsobligationer til udlandet	3,9
Kommercielle kreditter	<u>7,1</u>
I alt	11,0
Andre poster (herunder direkte investeringer)	<u>-4,5</u>
I alt	<u>41,6</u>

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.

3. Pengepolitisk selvstændighed.

Dette begreb, der er stærkt politisk ladet, har spillet en betydelig rolle i den offentlige debat og anvendes meget i rapporten, uanset at begrebet er overordentlig uklart.

Det interval, pengepolitikken kan udfolde sig i, bestemmes af ydre vilkår, den indenlandske reale økonomiske udvikling, tilliden til de instanser, der har ansvaret for den økonomiske politik, samt det sæt af regler, der gælder for betalinger til og fra udlandet.

Der kan næppe gives nogen entydig definition af selvstændighed, men det er selvsagt rigtigt, at bevægelsesfriheden bliver mindre under helt frie kapitalbevægelser, men vel at mærke under forudsætning af, at tilliden til den økonomiske politik er ubrudt.

Det har været en udbredt erfaring i de fleste lande gennem de sidste 10 år eller mere, at de resterende valutarestriktioner ikke mere var et værn mod en utroværdig økonomisk politik. I den forstand kan alle landes pengepolitik siges at have mistet noget af sin selvstændighed. Danmark indtager i denne henseende ikke nogen særstilling.

4. EMS som fastkurssystem.

I rapporten peges der på, at det er sandsynligt, at EMS-samarbejdet i løbet af en begrænset årrække udvikler sig i retning af et egentligt fastkurssystem - eventuelt med en institutionel overbygning i retning af en europæisk centralbank. I så fald vil en dansk pengepolitisk selvstændighed forsvinde.

Efter Nationalbankens opfattelse er en sådan udvikling ikke sandsynlig.

Omkostnings- og prisudviklingen i medlemslandene er så forskellig, at man må forudse valutakurstilpasninger i fremtiden, hvilket åbent fremhæves af ledende medlemmer af EMS.

Det vil være urealistisk at tro, at den forbedring af det pengepolitiske samarbejde, der vitterligt er sket, vil kunne øve en sådan indflydelse på det økonomiske forløb i de enkelte lande, at grundlaget for et egentligt fastkurssystem vil kunne skabes.

5. Information.

Nationalbanken har gennem årene bestræbt sig på at forøge den information, der står til rådighed for offentligheden. Det sker dels ved publikationer i form af årsberetning, kvartals-skrift og indlæg i den offentlige debat dels ved sekretariatets besvarelser af forespørgsler fra journalister og andre. Hertil kommer hyppige møder i Nationalbanken, hvor udenforstående inviteres til at vurdere pengepolitiske problemer.

Såfremt der under en eller anden form ønskes yderligere oplysninger eller redegørelser for de beslutninger, der træffes, vil Nationalbanken være positivt indstillet.

Indhold

Frømsendelsesskrivelse til regeringen	III
Forord	XXV
Henstillingen fra folketingets politisk-økonomiske udvalg	XXVII
Resumé	XXXI

DEL I

KAPITEL I	Dansk pengepolitik under forvandling	1
A.	Redegørelsens udgangspunkter og de aktuelle nationale og internationale tendenser i penge politikken	1
	1.1 Indledning	1
	1.2 Valutapolitik, kapitalbevægelser og penge- politisk autonomi	7
B.	Nogle pengepolitiske grundbegreber og grundtræk vedrørende penge- og kapitalmarkedet	12
	1.3 Definition af penge- og kreditpolitik Afgrensning fra anden økonomisk politik	12
	1.4 Virkemidlerne i penge- og kreditpoli- tikken og nogle principielle synspunkter herpå	16
	1.5 Kreditmarkederne og deres funktioner	18

KAPITEL II	Hovedtendenser i den pengepolitiske udvikling i Danmark siden anden verdenskrig	23
II.1	Hovedtræk af udviklingen i valuta-reguleringen	24
II.2	Pengepolitikken i perioden 1951-1957/58: Stram politik med traditionelle, markedskonforme virkemidler	31
II.3	Perioden 1957/58-1969: Rentestabilisering og ekspansiv pengepolitik	33
II.4	Perioden fra 1969 og frem til de senere år: Eksternt orienteret pengepolitik under stærkt internt pres og med stærk rentestigning	36
II.5	Sidevirkninger af reguleringspolitikken	42
II.6	En ny fase i pengepolitikken - eller noget mere?	44
KAPITEL III	Træk af kreditmarkedsforholdene og den førte kreditpolitik m.v. i andre lande	51
III.1	Norge	51
III.2	Sverige	58
III.3	Finland	61
III.4	Storbritannien	62
III.5	Tyskland	63
III.6	Frankrig	65
III.7	Italien	67
III.8	Holland	68
III.9	Schweiz	69
III.10	Østrig	69
KAPITEL IV	Det danske renteniveau i internationalt perspektiv	71
IV.1	Rentedannelsen	72
IV.2	Renten i de toneangivende lande	77
IV.3	Små landes internationale renteafhængighed	80
IV.4	Renten i Danmark i et smålandeperspektiv	85
IV.5	En empirisk analyse af dansk nettokapitalimport i de senere år	96
IV.6	Afslutning	104

KAPITEL V	De mange forskellige renter	107
V.1	Renteudviklingen 1953-95	109
V.2	Nominel og real rente	109
V.3	Rente, inflation og skat for husholdningerne	117
V.4	Rente, inflation og skat for virksomhederne	122
V.5	Udviklingen i virksomhedernes kapitalomkostninger og investeringer 1966-84	127
V.6	Investeringsstilskud	131
V.7	Renteudgifter ved udlandsfinansiering	136
V.8	Udlændinges afkast af danske fordringer	137
KAPITEL VI	Nogle kvantitative illustrationer af spillerummet for pengepolitikken	141
VI.1	Nogle centrale finansielle sammenhænge i dansk økonomi	142
VI.2	To grundforløb for dansk økonomi 1985-95	153
VI.3	Nærmere om renteudviklingen i overskudsforløbet	161
VI.4	Rammerne for en rentenedsættende pengepolitik i underskudsforløbet	171
VI.5	Muligheder for og effekter af en rentenedsættelse	173
VI.6	En skitse af et alternativt penge- og valutakurspolitisk regime	187
VI.7	Behovet for en forbedring af konkurrenceevnen	189
VI.8	Nogle fordelingsmæssige effekter af en rentesænkning	195
KAPITEL VII	Ansvar for pengepolitikken	203
VII.1	Forholdet mellem regering og centralbank	204
VII.2	Ansvarsfordelingen i dansk pengepolitik	213
VII.3	Nationalbankens informationsopgaver over for folketing og offentlighed	220
KAPITEL VIII	Nogle politikorienterede overvejelser	

	og konklusioner	230
	VIII.1 Fastkurspolitik og de økonomisk-politiske manøvre muligheder	230
	VIII.2 Betydningen af frie kapitalbevægelser	237
	VIII.3 Rente, skat og inflation i fremtiden	244
	VIII.4 En pengepolitisk kommission?	247
	VIII.5 Afsluttende bemærkninger	248
English Summary		251
 DEL II		
BILAG 1	Samfundsøkonomiske forløb 1985-95	269
BILAG 2	Rentedannelse i små og store lande	294
A.	Valutakursregime, valutabestemmelser og rentedannelsen i en lille, åben økonomi	294
	2.1 Valutakursregime og rentedannelse	294
	2.2 Valuta- og kapitalbevægelsesrestriktioner og rentedannelse	298
	2.3 (Pengepolitisk betonedede) afvejninger i valget af valutakursregime	299
	2.4 Afvejninger bag valget af liberaliseringsgrad i kapitalbevægelserne	302
B.	Rentedannelse i den internationale økonomi	303
	2.5 Renteudvikling i de toneangivende lande	304
	2.6 De toneangivende lande som et lukket system	306
	2.7 Det finansielle systems uafhængighed på kort sigt	310
	2.8 Transmission af renteimpulser mellem lande	310
	2.9 Renterelationer til udlandet for korte renters vedkommende	312
	2.10 Renterelationen til udlandet for de	

	lange renters vedkommende	316
2.11	En simultan tilgang til rentedannelsen	318
2.12	Overshooting-fænomener	321
2.13	Skatteforhold og rentesammenhæng	324
C.	Høje realrenter i 1980'erne	326
2.14	Årsagerne til de høje realrenter	326
2.15	Hvor længe holder realrenterne sig i et højt leje	331
BILAG 3	Statistisk belysning af de finansielle markeder	333
BILAG 4	En empirisk undersøgelse af danske kapital- bevægelser	371
4.1	Formålet med bilaget	371
4.2	Overvejelser vedr. disaggregering	373
4.3	Anvendt statistik over nettokapital- importen	374
4.4	Nogle teoretiske overvejelser og modelopstilling	376
4.5	Anvendte afhængige og uafhængige variable	384
4.6	Specielt vedrørende sammenhængen mellem korte kapitalbevægelser og udenrigs- handelssvingninger	388
4.7	Specielt vedrørende valutakursfor- skydninger	392
4.8	Problemer hidrørende fra valutakurs- justeringer og ændringer i valuta- bestemmelserne	395
4.9	Endelige estimationsudtryk og - resultater	397
4.10	Følsomheden i kapitalbevægelserne over for ændringer i finansielle og realøkonomiske forhold	412
4.11	Nogle estimationer af den samlede nettokapitalimport	416
4.12	Afsluttende bemærkninger	420
BILAG 5	Det anvendte modelgrundlag	423

5.1	Den reale del af modellen	424
5.2	Sammenhængen mellem de reale og finansielle markeder	445
5.3	Hovedprincipperne i beskrivelsen af de finansielle markeder	447
5.4	Koefficienter m.v. i den finansielle model	452
BILAG 6	Supplerende beregninger og resultater	465
BILAG 7	Indkomstudvikling og formueforhold for enkeltpersoner	483
7.1	Indledning	483
7.2	En nærmere beskrivelse af beregningsmetoden	484
7.3	Indkomst- og formueudviklingen siden 1977	492
7.4	Fremskrivningen til 1995	496
7.5	Om det principielle i beregningsmetoden	497

Forord

Nærværende redegørelse er udarbejdet efter en opfordring fra et flertal i folketingets politisk-økonomiske udvalg, tilstillet formandskabet gennem økonomiministeren, jfr. omstående. Formandskabet besluttede i december 1984 at imødekomme opfordringen, idet det samtidig blev præciseret, at redegørelsen, inden afgivelsen til regeringen, på normal måde skulle forelægges Det økonomiske Råd.

Dele af redegørelsen har i foreløbig form været diskuteret med en række pengepolitisk sagkyndige fra nationalbanken, penge- og kapitalmarkedsinstitutterne, centraladministrationen og de højere læreanstalter. Disse takkes hermed for deres bidrag, idet formandskabet dog naturligvis påtager sig det fulde ansvar for redegørelsen, som den foreligger.

Redaktionen afsluttet den 30. august 1985.

Den 18. december 1984



Formandskabet
Det økonomiske Råd
N. Voldgade 68
1358 Kbh. K

Hermed fremsendes til videre foranstaltning kopi af brev af 3. december 1984 fra formanden for Folketingets politisk-økonomiske udvalg vedlagt beretning over forslag til folketingsbeslutning om et pengepolitisk udvalg (B7).

Med venlig hilsen

FOLKETINGETS POLITISK-ØKONOMISKE UDVALG

Formanden
CHRISTIANSBORG, DEN 13. december 1984.

JCJ/uk

Økonomiminister Anders Andersen
Økonomiministeriet
Slotsholmsgade 12
1216 København K.

Kære økonomiminister.

./.

Idet jeg henviser til vedlagte beretning over forslag til folketingsbeslutning om et pengepolitisk udvalg (B 7), afgivet af det politisk-økonomiske udvalg den 12. december 1984 skal jeg anmode dig om at rette henvendelse til det økonomiske råds formandskab med henblik på at anmode formandskabet om at udarbejde en redegørelse om penge- og kreditpolitikken i Danmark efter de retningslinjer, som flertallet har anført i beretningen.

Når redegørelsen fra formandskabet foreligger, bedes denne fremsendt til udvalget med dine kommentarer og din stillingtagen til redegørelsen.

Med venlig hilsen

p. u. v.



Heinesen,
formand.

Beretning afgivet af det politisk-økonomiske udvalg den 12. december 1984

Beretning

over

Forslag til folketingsbeslutning om et pengepolitisk udvalg

[af Rahbæk Møller (SF) og Svend Auken (S) m.fl.]

Udvalget har behandlet forslaget til folketingsbeslutning i nogle møder og har herunder stillet spørgsmål til og haft samråd med økonomiministeren.

Et flertal (socialdemokratiets, socialistisk folkepartis og det radikale venstres medlemmer af udvalget) er enedes om, at man i stedet for at nedsætte et specielt pengepolitisk udvalg gennem økonomiministeren kunne rette en henvendelse til det økonomiske råds formandskab med en opfordring til formandskabet om at udarbejde en redegørelse om penge- og kreditpolitikken i Danmark. Redegørelsen skal behandle såvel aktuelle som langsigtede, strukturelle problemer i penge- og kreditpolitikken og vil, når den fremkommer, indgå i folketingets overvejelser om initiativer på området, herunder behovet for et egentligt kommissionsarbejde.

Flertallet ønsker at pege på følgende emner, som bør tages op i forbindelse med redegørelsens udarbejdelse:

- Årsagerne til Danmarks høje realrente, herunder inddrage udenlandske erfaringer med henblik på at undersøge, i hvilket omfang specielle institutionelle forhold i Danmark spiller en rolle.
- Virkningen af et fortsat højt realrenteniveau på kapitaltilførslen til den ekspanderende del af dansk erhvervsliv og på de offentlige budgetter.
- Mulighederne for en effektivisering af pengepolitikken, der i sammenhæng med andre dele af den økonomiske politik, herunder skattepolitikken, kan lette realrentebyrden for det produktive erhvervsliv og de offentlige budgetter og begrænse kreditfinansieret spekulation og skatteunddragelse.

./.

- Det eventuelle behov for at erstatte privat udlandsgæld med statslig udlandsgæld som følge af en ændret pengepolitik.
- Ansvar for penge- og kreditpolitikken:
 - a) Samarbejdet mellem regering og Nationalbank.
 - b) Folketingets rolle ("parlamentarisk kontrol"), herunder indflydelse på vægtfordeling mellem pengepolitik/finanspolitik etc. i den samlede økonomiske politik.
 - c) Koordinering mellem de mange ressortministerier - økonomiministeriet, finansministeriet, industriministeriet, boligministeriet og ministeriet for skatter og afgifter (jfr. eksempelvis den manglende koordinering fra foråret mellem realrentebeskatningen og liberaliseringen af aktiehandelen).
- Mulighederne/grænserne for at føre en selvstændig dansk rentefastsættelsespolitik ("autonomien"):
 - a) Kan grænserne fastlægges?
 - b) Har vi en udnyttet rentesænkningssmulighed i øjeblikket?
 - c) Sammenhæng mellem finanspolitikken og rentens højde?
- Styringsmidler i pengepolitikken:
 - Udlånslofter, kassebindingsregler, henstillinger/påbud m.v.

Når redegørelsen fra det økonomiske råds formandskab foreligger, ønskes denne fremsendt til udvalget med økonomiministerens kommentarer og stillingtagen til redegørelsen.

Udvalget er bekendt med, at venstresocialisterne støtter flertallets holdning.

Et mindretal (det konservative folkepartis, venstres, centrum-demokraternes og kristeligt folkepartis medlemmer af udvalget) kan ikke tiltræde flertallets indstilling.

P. u. v.

Heinesen,
formand.

Resumé

Indledning

Den fundamentale vending i pengepolitikken

I de senere år - og ikke mindst i den allerseneste tid - har pengepolitikken gennemgået en fundamental ændring. Rækkevidden heraf understreges af, at det kun er kort tid siden, der regelmæssigt lød kritik af, at finans- og indkomstpolitikken overlod en for stor del af den økonomiske politiks stabiliseringsopgaver - i første række betalingsbalancetilpasningen - til pengepolitikken. Bekymringen, som stadig i december 1984 prægede den beretning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg, som er udgangspunkt for nærværende redegørelse, var, at renten i Danmark var uhensigtsmæssigt høj ud fra hensynet til byrden på erhvervslivets investeringer og de offentlige budgetter. Der efterlystes, i lighed med en række tidligere udtalelser fra politisk hold, en vurdering af mulighederne for at få en lavere rente og i det hele taget af Danmarks pengepolitiske handlefrihed ("autonomi") i forhold til omverdenen.

Problemformuleringen forekommer i lyset af udviklingen i 1985 at være af mere historisk end aktuel interesse. Den danske obligationsrente er efter nogle måneders genoptagelse af rentefaldstendenserne fra 1983 nået ned på omkring halvdelen af det rekordniveau, der overgangsvis observeredes i 1982; pengemængden er siden begyndelsen af 1983 steget med 50 pct. svarende til en årlig vækstrate på 20 pct. over de seneste godt 2 1/2 år. Dette pengepolitiske omsving, som er kraftigere og mere vedholdende end i nogen tidligere periode, indebærer en bemærkelsesværdig forskydning i arbejdsdelingen mellem pengepolitikken og de øvrige former for økonomisk politik. Det har indsnævret rentespændet til udlandet markant. Samtidig har de omstændigheder, under hvilke rentefaldet er sket - en stærkere binding af valutakursen og en liberalisering af kapitalbevægelserne - gjort det klart, at den danske rente i fremtiden vil være væsentligt tættere knyttet til udlandets end hidtil. Reelt indebærer dette regimevalg, at mulighederne for at føre

en selvstændig dansk pengepolitik er indskrænket væsentligt.

*Redegørelsens
hovedpunkter*

I lyset heraf er der i redegørelsen lagt vægt på også at belyse forudsætningerne for og konsekvenserne af den ændrede pengepolitiske problemstilling. Derimod er andre emner, der er nævnt i beretningen fra folketingets politisk-økonomiske udvalg, mindre udførligt omtalt. Redegørelsens hovedpunkter er:

- Udviklingen i retning af friere kapitalbevægelser, fastkurssamarbejde i EMS og tiltagende international finansiell integration vil fortsætte.
- En sandsynlig udvikling af EMS i retning af en valutaunion.
- Et større spillerum for en selvstændig dansk penge- og valutapolitik kan næppe genvindes uden betydelige politiske og økonomiske omkostninger.
- De væsentligste tilbageværende instrumenter i den økonomiske politik er finanspolitikken og indkomspolitikken, hvis opgaver således er forøget.
- I årene umiddelbart forud for valutoliberaliseringerne blev pengepolitikken i høj grad ført ud fra hensynet til nedbringelse af betalingsbalanceunderskuddet med et i forhold til andre lande meget højt renteniveau til følge.
- I fremtiden må den danske rente som følge af den større finansielle åbenhed og fastkurspolitikken i EMS forventes at følge udviklingen i udlandet - herunder ikke mindst i de ørige EMS-lande.
- Der er behov for en vis internationalisering også af finanspolitikken til opnåelse af en internationalt koordineret ekspansionsproces.
- Forvridninger og muligheder for skattearbitrage skabt af samspillet mellem inflation og skat forventes

at blive færre og mindre.

- Rentefaldet har især indirekte betydning for investeringsopsvinget; realrenten er ikke og kan ikke på kortere sigt ventes mærkbart nedbragt. Også den realrente, hvortil der kan lånes i udlandet i disse år, er fortsat meget høj.

- De realøkonomiske og fordelingsmæssige virkninger af et rentefald er illustreret ved en række modelberegninger. Resultaterne viser, at effekterne må anses for ret beskedne og slet ikke tåler sammenligning med virkningerne af en lønmæssig konkurrenceevneforbedring.

- En mere markedskonform pengepolitik og tættere finansiell integration med omverdenen styrker reelt nationalbankens rolle i den økonomiske politik i forhold til regering og folketing.

- Forslag om mere omfattende information fra nationalbanken til folketinget og offentligheden om de overordnede linier i pengepolitikken og udviklingen på det finansielle område.

- Den større finansielle åbenhed og den stærkere binding til den udenlandske rente skaber baggrund for at overveje en række skattepolitiske og skattekontrolmæssige foranstaltninger.

*Præsentations-
mæssige pro-
blemer*

En belysning af den udvikling, der har skabt et helt nyt pengepolitisk regime både i Danmark og i en række andre små åbne økonomier, må nødvendigvis blive temmelig omfattende. Trods rapportens omfang er flere emner inden for pengepolitikken endda kun sporadisk behandlet deri. Samtidig kan det ikke undgås, at analysen og diskussionen på en del punkter bliver ret teknisk præget, hvorved nogle dele af rapporten nok forekommer vanskeligt tilgængelige. Til klarlægelse af baggrunden for ændringerne er det også i et vist omfang nødvendigt at gå ind på hovedtræk af den historiske udvikling i pengepolitikken, både i Danmark og i udlandet, uanset at dette naturligvis også må tynde fremstillingen.

De præsenteringsmæssige problemer er søgt imødegået ved at dele redegørelsen op i to dele, med del I som hovedredegørelse og del II som en hertil knyttet bilags- og materiale-samling, hvori væsentlige dele af dokumentationen er frem-lagt, og hvor der tillige redegøres for en række supplerende beregningsresultater. Undervejs i del I er der desuden givet en vis "læsevejledning".

Rapportens indledningskapitler I-III

*Kan uret stil-
les tilbage ?*

Et centralt tema i kapitel I, men implicit også i de to følgende kapitler om den hidtidige penge- og valutapolitiske udvikling i henholdsvis Danmark og en række andre lande, er, om der kan tænkes at ske en genindførelse af valutarestriktionerne mere eller mindre i den skikkelse, de havde forud for den li-beralisering, der er sket siden 1983, således at "uret" i den finansielle integrationsproces i forhold til omverdenen så at sige bliver stillet tilbage.

*Rapportens ho-
vedudgangs-
punkt og be-
grundelsen
herfor*

Principielt kunne et sådant skridt tænkes, men analysen bygger på den forudsætning, at det ikke vil blive taget. For det første må politikken med hensyn til valutarestriktioner m.v., det hermed sammenhængende pengepolitiske spor-skifte og det resulterende rentefald anses for et integreret led i den stadig fastere markering af fastkurspolitikken, jfr. kapitel I og II. For det andet ville det være vanskeligt at ud-forme de eventuelle nye valutarestriktioner på en sådan måde, at man kunne undgå en tilbagestrømning af den rela-tivt store danske obligationsportefølje, der nu er på uden-landske hænder. Samtidig kunne de-liberaliseringen i sig selv blive det signal, der udløste en sådan bevægelse. Den videre virkning heraf ville igen være en tendens til en - even-tuelt kraftig - rentestigning, der i øvrigt kunne sætte den genskabte autonomi i et noget problematisk lys i og med, at tendensen var fremtvunget udefra. For det tredje ville et dansk forsøg på at bryde ud af den finansielle integrations-proces givetvis have betydelige politiske omkostninger for Danmark i en situation, hvor man i EF-samarbejdet lægger stor vægt på friere kapitalbevægelser (større end f.eks. i 1979, da Danmark ønskede og fik gennemført en delvis su-spension af sine forpligtelser til at lade udlændinge købe

danske obligationer).

Gennemgangen af både de danske og de internationale erfaringer med restriktioner for finansielle kapitalbevægelser tyder i øvrigt på, at effektiviteten af sådanne restriktioner og dermed deres værdi som middel til at understøtte en selvstændig national pengepolitik i stigende grad er blevet problematisk, når selve udenrigshandelen, im- og eksporten af tjenester m.v. og de dertil knyttede betalinger er liberaliseret og i stadig absolut og relativ vækst (gevinsten ved 'den åbne økonomis politik' på disse felter synes ikke længere at blive anfægtet for alvor).

Restriktioner indadtil ?

For så vidt angår mulighederne for at føre en nationalt afskærmet rentepolitik ved restriktioner indadtil, i form af kvantitativ regulering af kreditstrømmene, regler om placeringspligt for pengeinstitutter og forsikringselskaber etc., peger erfaringerne fra både Danmark og andre lande samtidig i retning af, at restriktionerne under nutidens forhold skal være meget omfattende for at være effektive, idet långivningen hurtigt finder nye veje, når den begrænses i visse dele af systemet. Selv stærkt udbyggede regulerings-systemer synes kun at have midlertidige stabiliseringseffekter, og der synes at være en tendens til, at den tid, hvor indgrebene har sådanne effekter, bliver stadig kortere. (Med en analogi fra energi- og miljøområderne synes halveringstiden for restriktionernes virkningsgrad at være kort og at have tendens til at blive stadig kortere).

Som det i enkeltheder er omtalt i redegørelsen, er der således meget, der tyder på, at "strømkæntingen" i penge- og valutapolitikken er en irreversibel proces. I hvert fald vil det være forbundet med store økonomiske og politiske vanskeligheder at genskabe et stort mål af pengepolitisk autonomi, hvis der skulle være ønske herom. På den anden side indebærer udviklingen ikke, at der slet ikke er noget spillerum tilbage for en national pengepolitik. De nærmere muligheder i så henseende tages op i kapitel VI. Opfattes pengepolitik specielt som rentepolitik, vil det imidlertid være rigtigt at sige, at spillerummet nu er meget stærkt indsnævret.

Renten i Danmark: kapitel IV og V

Den tidligere højrente- politik

I kapitel IV behandles udviklingen i renteniveauet i Danmark i 1970'erne og i begyndelsen af 1980'erne. Det danske renteniveau var specielt i perioden 1976-82 meget højt både i forhold til tidligere og sammenlignet med de fleste andre mindre industrilande. Denne udvikling kan i første række henføres til den aktivitetsdæmpende pengepolitik, der førtes i Danmark i disse år, hvor det var muligt at opnå et stort rentespænd til udlandet i kraft af de dagældende valutarestriktioner, herunder f.eks. udlændinges manglende adgang til at købe danske statsobligationer. Dette bliver tydeligt understreget af analysen af den danske kapitalimports rentefølsomhed, der var meget beskeden før liberaliseringerne af valutabestemmelserne.

Valutarestriktionernes rolle i denne politik

Den diskussion om penge- og valutapolitikken, der blev rejst i sommeren 1984, havde til forudsætning, at renteniveauet i Danmark kunne nedbringes ved hjælp af valutarestriktioner (restriktioner for kapitalbevægelserne), kombineret med interne restriktioner for kreditgivningen (udlånslofter, placeringspligt m.v.). Valutarestriktionerne i Danmark har imidlertid som lige nævnt tjent som grundlag for en højrentepolitik. Selv om dette naturligvis ikke udelukker, at afskærmningsforanstaltninger over for rentepåvirkninger fra udlandet i fremtiden kunne bruges til at holde det danske renteniveau nede, er det værd at fremhæve den historiske udvikling. At den tidligere højrentepolitik har været muliggjort af valutarestriktionerne fremstår som et af de mere slående resultater af de empiriske analyser i nærværende redegørelse. Penge- og valutapolitikken har herigennem i historisk perspektiv afvejet markant fra forholdene i Norge og Sverige.

Andre faktorer

Som yderligere faktorer, der kan have bidraget til det høje renteniveau, peges i kapitlet på den danske udlandsgælds størrelse og vækst, og de samlede balanceproblemer for dansk økonomi, der nok har kunnet begrunde større devalueringsforventninger til den danske krone end til de fleste andre mindre landes valutaer. Den faktiske kursudvikling for kronen har dog ikke været afgørende forskellig fra f.eks. de andre nordiske landes valutaer.

Det fremgår af kapitel IV og V, at den danske rentestruktur i perioden indtil 1983 indebar et fra udlandet stærkt afvigende forhold mellem den korte og den lange rente. Som følge heraf har virksomhedernes tilskyndelse til udlandsfinansiering ikke været så stærk, som det kraftige lange rentespænd i forhold til udlandet antyder. Omvendt har udlændinge først gradvist fået mulighed for at udnytte de, også efter hensyntagen til valutakursudviklingen, meget fordelagtige muligheder for at investere i lange danske statsobligationer.

Rentefaldet 1983-85

Den stærke markering af intentionerne om at fastholde kronekursen i forhold til EMS-valutaerne og slækkelsen af den stramme pengepolitik, bl.a. gennem valutaliberaliseringerne, har bragt den danske rente ned på et niveau i underkanten af f.eks. det norske og svenske; men der er stadigvæk et rentespænd for lange obligationer på ca. 4 pct. point i forhold til Vesttyskland. I rapporten forudses en yderligere indsnævring af denne renteforskel i de kommende år - dog betinget af en klar reduktion af det danske betalingsbalanceunderskud, således at fastkurspolitikens troværdighed yderligere styrkes, jvf. kapitel VI.

De mange forskellige renter

Kapitel V giver en nærmere beskrivelse af renteforholdene i Danmark, både hvad angår renten på forskellige fordrings typer og renten korrigeret for skat og inflation for forskellige investorer.

Især i perioder med høj inflation og et højt renteniveau kunne der opstå ikke uvæsentlige forskelle i disponibelt afkast (og renteudgift efter skat) mellem husholdninger og virksomheder og inden for de to grupper, jfr. også de mange eksempler på skattearbitrage-muligheder, der blev offentligt kendt især i de sidste år før rentefaldet. Samtidig bevirkede det høje nominelle renteniveau, at låntagere, der ikke havde nogen rentefradragsmulighed eller en forholdsvis lav marginalskat, både oplevede et højt reallent niveau og samtidig fik en meget stor likviditetsbelastning i begyndelsen af lånets løbetid.

Investerings- opsvinget

Selvom renten korrigeret for inflation ikke er faldet nær så meget som den nominelle rente og korrigeret for skat endda er steget noget, kan det samtidige fald i renten og inflatio-

nen meget vel være en del af baggrunden for de seneste års investeringsopsving, idet der formentlig er sket en meget væsentlig reduktion i den usikkerhed, virksomhederne står overfor. I den forbindelse er det værd at påpege, at virksomheder, der har finansieret investeringer til en længere varende fast rente, får et ringere afkast end forventet, hvis inflationstakten nedbringes stærkere end forudset.

En nærmere analyse af udviklingen i kapitalomkostningerne viser et meget behersket fald efter 1981. Det synes derfor især at være bedre afsætningsmuligheder og -forventninger, der sammen med den omtalte reducerede usikkerhed ligger bag investeringsopsvinget. Det kan dog også tænkes, at investeringerne i et vist omfang er påvirket af erfaringerne fra 70'erne, hvor realrenten givetvis typisk blev lavere end forventet på investeringstidspunktet. I de kommende år må det omvendte forhold imidlertid imødeses, og det kan ikke udelukkes, at nogle investorer som følge heraf vil få et ringere afkast end forventet.

Investorer med høj marginalskat har gennemgående haft negativ rente, når der korrigeres for skat og inflation. Bl.a. derfor havde det høje renteniveau kun begrænset effekt på det private boligbyggeri før 1980. Den lavere inflationstakt sammen med udsigten til en skattereform med lavere og mere ens marginalskatteprocenter trækker uden tvivl hos mange i retning af højere realrente efter skat i de kommende år.

Rentesubsidierne

På samme måde har rentefaldet givet en meget stærk begrænsning af de indirekte erhvervs subsidier i form af bl.a. skibskreditordningen og den nu ophævede K-låneordning.

Kvantitativ belysning af virkningerne af renteændringer m.v., Kapitel VI

Nye kvantificeringer

I kapitlet forsøges givet en kvantitativ belysning af de samfundsøkonomiske effekter af ændringer i pengepolitikken. Beregningerne giver bl.a., umiddelbart lidt overraskende, til resultat, at et indenlandsk rentefald isoleret set medfører en varig forringelse af betalingsbalancen.

*Indenlandsk
rentefald
har negativ
betalings-
balancevirk-
ning*

At et rentefald overgangsvist har en sådan virkning er velkendt og er en følge af, at en lavere rente fører til større investeringer og dermed til en relativt stor stigning i importen. Ifølge nye undersøgelser over sammenhænge mellem investeringer, beskæftigelse og renteændringer, der er lagt til grund for beregningerne, er den investeringsfremgang og dermed også den importstigning, et rentefald trækker med sig, kraftigere end tidligere almindeligt antaget. Den forstærkede effekt skyldes først og fremmest rentefaldets virkninger mht. at tilskynde virksomhederne til at forskyde produktionsteknikken i retning af relativt større kapitalanvendelse og relativt mindre anvendelse af arbejdskraft (hvorefter arbejdsproduktiviteten stiger). Dette er også forklaringen på, at et rentefald ifølge beregningerne kun giver en mindre reduktion af ledigheden.

At effekten på betalingsbalancen også på længere sigt er negativ, er desuden en følge af den afledte stigning i rentebetalingerne til udlandet, der følger af den initiale stigning i udlandsgælden i forbindelse med merimporten fra investeringsopsvinget. Desuden er den positive effekt af den mængdemæssige stigning i eksporten begrænset af det samtidige fald i eksportpriserne, som rentefaldet trækker med sig.

*Alt i alt
dog kun
svage netto-
virkninger*

Trods beskæftigelsesstigningen, der dog som nævnt kun er beskeden, virker et rentefald i sig selv i retning af en reduktion af de disponible indkomster gennem påvirkningen af især rentebetalingerne fra den offentlige til den private sektor. Dette resulterer i et fald i privatforbruget og dermed også i en vis importbesparelse, som gør betalingsbalanceforværringen mindre. Efterhånden reduceres betalingsbalanceforværringen også som følge af aftagende investeringsopsving. Set over et længere tidsrum bliver den betalingsbalanceforringende effekt derfor trods alt beskeden.

Resultaterne af beregningerne af et rentefalds virkninger er sammenfattet i tabel 1 og her sammenlignet med virkningerne af en reduktion i lønstigningstakten.

Når også reduktionen af den offentlige sektors budgetoverskud er så relativt begrænset, hænger det især sammen

Tabel 1: Effekterne af et rentefald og effekterne af en
reduktion i lønstigningstakten

Effekt på:	Renten 1/10 lavere i pe- rioden 1986-95	Lønstigningstak- ten reduceret med 1 pct. point 1986-95
Gns. ledighed (1000 pers. fuldtid)	-4.8	-20.6
Udlandsgæld, 1995 (mia.kr.)	+12.5	-38.2
Off.sektors gæld, 1995 (mia.kr.)	-8.3	-55.5
Pct. vis ændring i erhver- venes netto-kapitalopbyg- ning i perioden 1986-95	+4.0	+5.0

Anm.: Rentenedsættelsen på 1/10 (altså 10 pct. - ikke 10 pct.point) er forudsat tilvejebragt gennem en mere ekspansiv statsgældspolitik, suppleret med en øget offentlig låntagning i udlandet. Reallønnen antages fastholdt.

Ved reduktionen af lønstigningstakten antages devalueringsforventningerne reduceret svarende til reduktionen af lønstigningstakten.

med, at proventet fra realrenteafgiften formindskes mærkbart ved en rentereduktion.

To fremskrivninger

Beregningerne i kapitel VI tager i øvrigt udgangspunkt i to fremskrivninger for dansk økonomi frem til 1995. Den ene fremskrivning - "overskudsforløbet" - er baseret på moderat-optimistiske forudsætninger, som fører til et forløb, hvor både betalingsbalancen og det offentlige budget udviser overskud. Det danske renteniveau falder i denne fremskrivning stærkere end det internationale renteniveau, mens arbejdsløsheden holder sig på samme niveau som i dag. Den anden fremskrivning - "underskudsforløbet" -, der kan opfattes som et "risikoalternativ", fremkommer ved mere pessimistiske forudsætninger vedrørende udviklingen i den internationale produktionsvækst og rente samt råvarepriserne i resten af indeværende årti. På trods af, at der er tale om forholdsvis moderate ændringer i forudsætningerne i forhold til overskudsforløbet, indebærer de tilsammen et forløb præget af fortsat store underskud på betalingsbalancen og en ledighed, som i 1995 vil være større end nu, nemlig knap 13 pct. af arbejdsstyrken. Renteniveauet ligger i dette underskudsforløb højt i resten af dette årti.

Renten i overskudsforløbet

Gennem modelberegningerne demonstreres det, hvordan det kraftige indenlandske rentefald i overskudsforløbet kan tænkes fremkaldt af dels det internationale rentefald, dels dansk pengepolitik i form af ændringer i de korte renter og reduktioner i udstedelsen af statsobligationer. Af beregningerne fremgår det, hvorledes en forstærket integration af de indenlandske finansielle markeder i det internationale finansielle system betyder en forstærkelse af udenlandske renteændringers eller ændrede valutakursforventningers gennemslag på det danske renteniveau. Parallelt hermed betyder en forøget integration, at den indenlandske pengepolitik får et mindsket gennemslag.

Med de relativt begrænsede makroøkonomiske effekter af en renteændring kan begrænsningerne i den pengepolitiske autonomi næppe tillægges nogen stor vægt, hvis udviklingen kommer til at forløbe sig nogenlunde som i overskudsforløbet, omend beregningerne antyder, at det - inden for det spillerum, der er tilbage for en internt orienteret pengepolitik

- kan kræve en særlig indsats at opnå den antagne reduktion af rentespændet.

...og i underskudsforløbet

I underskudsforløbet vil der derimod være større behov for eventuelt at kunne gennemføre en særlig dansk rentenedsættelse. Man har derfor søgt at illustrere spillerummet herfor inden for rammerne af modellen for den danske finansielle sektor, herunder hvorledes et rentefald kunne fremkaldes eksempelvis gennem et reduceret salg af statsobligationer i indlandet.

Et lavere indenlandsk renteniveau vil medføre en kapitaleksport, hvis virkning på valutareserven kan imødegås gennem forøget offentlig udlandslåntagning, suppleret med enten en subsidiering af privat kapitalimport eller en begrænsning i pengeinstitutternes udlånsvirksomhed, hvorved likviditets efterspørgslen for en dels vedkommende ville blive presset over på de udenlandske markeder. Begge de sidstnævnte foranstaltninger vil i sig selv virke reducerende på renteniveauet og behøver således ikke nødvendigvis blot at supplere en mere ekspansiv statsgældspolitik.

Sammenligning med lønpolitik

Sammenfattende viser beregningerne i kapitel VI, at reduktionen i renteniveauet ikke i sig selv vil kunne reducere både betalingsbalanceunderskud og ledighed. Skal der ske en reduktion af begge sider af balanceproblemet, må den lavere rente og det forventede fortsatte rentefald suppleres med en eller flere andre økonomisk-politiske foranstaltninger. Beregningerne sætter her virkningerne af henholdsvis rentefald og forbedring af lønkonkurrenceevnen i relief ved at fremhæve sidstnævntes langt stærkere og i begge tilfælde positive virkninger.

Høj samfundsøkonomisk realrente på udlandsgælden

I tilknytning til beregningerne, men uden direkte sammenhæng med disse, er der i kapitel VI peget på, at ikke mindst den internationale realrente, målt ved den faktiske og forventede prisudvikling for internationalt handlede varer, fortsat er meget høj. Dette bidrager naturligvis til at belaste betalingsbalancen.

Ansvarsfordelingen mht. pengepolitikken, kapitel VII

*'Kommissoriets'
bemærkninger
om ansvars-
fordeling m.v.*

I den henvendelse, man har betegnet som "kommissoriet" for nærværende redegørelse, efterlyses bl.a. en redegørelse for samarbejdsformerne mellem regeringen og nationalbanken, folketingets rolle og indflydelse på pengepolitikken, samordningen mellem finanspolitik og pengepolitik og endelig også en belysning af spørgsmålet om koordineringen og fordelingen af ledelsesansvaret mellem de mange ressortministre på området. Denne del af kommissoriet har det i redegørelsen kun været muligt at efterleve i form af en principdiskussion af relativt bred karakter, suppleret med nogle konkrete oplysninger om de pågældende forhold i andre lande.

*Centralbanker-
nes uafhængig-
hed: Historisk
udvikling*

Indtil 1930'erne var det et grundprincip i en lang række lande, at centralbanken indtog en relativt selvstændig stilling i forhold til regeringen (uafhængigt af, om den var statsejet, privat eller med en særlig ejendomsretlig organisationsform). Verdenskrisen i 1930'erne medførte i mange lande en holdningsændring også i dette spørgsmål, således at selvstændigheden reelt og formelt indskrænkedes. I det seneste tiår er "pendulet" imidlertid i mange lande reelt igen svinget i retning af at styrke centralbankens stilling i forhold til regeringsmagten, samtidig med, at autonomien er blevet reduceret for det enkelte land.

*Hvorfor be-
grænse den
politiske
indflydelse ?*

Historisk spillede det en afgørende rolle for at tildele centralbanken en speciel status i forvaltningen, at man tillagde den et særligt ansvar for at sikre den ydre og indre værdi af landets valuta, dvs. for at sikre faste valutakurser og lav inflation. Den opprioritering af prisstabiliseringshensynene, der internationalt er sket i det seneste tiår, har derfor utvivlsomt haft en selvstændig betydning for, at man har bevæget sig tilbage i retning af "den klassiske model" og gulfodsliggende mekanismer. I kapitlet diskuteres flere andre mulige motiver til at begrænse den politiske indflydelse på udformningen af penge- og valutapolitikken og henlægge dem til delvist uafhængige centralbanker eller i fremtiden måske et uafhængigt europæisk centralbanksystem. Herunder peges først på behovet for at kunne handle hurtigt og beslutsomt i

relation til følsomme valutamarkeder og finansielle markeder og på pengepolitikens ofte betydelige tekniske kompleksitet (jfr. f.eks. valget mellem udlånsrammer for pengeinstitutter contra bremsen på indlånsstigningen og strammere likviditetsstyring). Derudover omtales to andre motiv-kredse, der har haft gennemslagskraft i spørgsmålet om centralbankafhængighed. Disse indebærer fundamentalt en kritik og delvis afvisning på det pengepolitiske område af normale politiske beslutningsprocesser på baggrund af en tendens til kort tidshorisont og større ambitionsgrad i den økonomiske politik, end økonomien kan leve op til.

De politiske overtoner

Når de sidstnævnte forhold - med deres klare politiske overtoner - er taget med i analysen, er det ikke nødvendigvis udtryk for, at formandskabet deler de nævnte synspunkter. Der er imidlertid som nævnt ikke tvivl om, at der er tale om en udbredt opfattelse med gennemslagskraft i fordelingen af ledelsesansvaret i den økonomiske politik, såvel i de enkelte lande som i den eventuelle udvikling af en overnational politik. Diskussionen ville blive ufuldstændig uden disse synspunkter, der illustrerer, hvor svært det er at skille økonomiske og politiske synspunkter fra hinanden. Læserne må ud fra politisk holdning afgøre, i hvilket omfang forholdene kan retfærdiggøre en afvigelse fra det normale parlamentariske princip, at ikke blot hovedlinierne, men også de fleste detaljer i den økonomiske politik bør fastlægges af regering og parlament og ikke i en institution uden parlamentarisk ansvar.

Nationalbank- loven stærkt forældet

Det konstateres i kapitel VII, at nationalbankloven af 1936 isoleret set er forældet og indholdsløs, bortset fra dens organisatoriske bestemmelser. Loven har på den anden side ikke stillet sig i vejen for udviklingen af samarbejdet mellem regeringen og nationalbanken, og efter at folketinget i praksis, specielt ved kreditformidlingsloven af 1973, har godkendt det pengepolitiske instrumentarium, der er blevet opbygget, og anvendelsen heraf, er det formandskabets opfattelse, at der ikke er behov for iværksættelse af et indgående udredningsarbejde om nationalbankloven i lighed med det, der har været næsten 15 år undervejs i Norge. De fleste af de forslag, der stilles i redegørelsen, vil kunne gennemføres uden revision af nationalbankloven.

*Opprioritering
af bankens
informations-
opgaver*

Det foreslås, at der sker en kraftig opprioritering af nationalbankens informationsopgaver udadtil, dvs. over for folketinget, det politiske miljø i almindelighed og generelt over for offentligheden. Medens nationalbanken yder vigtige bidrag til statistikproduktionen, til forskningen omkring de finansielle sammenhænge og til analyse af konjunkturudviklingen, er selve politikken på det penge- og valutapolitiske område relativt sparsomt belyst, både hvad angår valget af rettesnore i denne politik og begrundelserne herfor. Dette afspejler sig eksempelvis også deri, at så betydningsfulde og potentielt vidtrækkende ændringer af valutabestemmelserne som dem, der er sket over de senere år, er blevet gennemført stort set uden nogen forudgående offentlig diskussion, men alene med en orientering af folketingets valutaudvalg. - Til illustration af penge- og valutapolitikens nuværende særstilling i den politiske beslutningsproces kunne man som et tankeeksperiment forestille sig reaktionen i tilfælde af, at en ændring i f.eks. lukketidsbestemmelserne for butikshandelen blev gennemført på tilsvarende måde.

*Parlaments-
høringer.*

Kapitel VII kommer også ind på den meningsudveksling mellem parlament og centralbank, der i U.S.A. og England finder sted i form af høringer i parlamentsudvalg. Om det vil være hensigtsmæssigt at søge en sådan praksis etableret i Danmark, må til syvende og sidst bero på den politiske afvejning af, hvorledes ansvaret for den overordnede økonomiske politik (inden for det spillerum, der i det hele taget måtte eksistere for denne politik) skal være fordelt mellem regeringen, folketinget og nationalbanken.

*Bankens
stilling
i et EF-
perspektiv*

Behovet for en udvidet "rapportering" fra nationalbanken vil sandsynligvis blive øget under en udvikling i retning af stærkere europæisk monetær integration - en udvikling, der ikke nødvendigvis ligger langt ude i fremtiden. Under en tættere monetær integration må de begyndende overnationalt elementer, der nu findes i EMS, ventes udbygget i retning af et europæisk centralbanksystem, der får til hovedfunktion at tilrettelægge og overvåge en overnational penge- og valutapolitik. Processen vil i givet fald styrke centralbankerne i relation til de nationale regeringer, men vil bl.a. netop af denne grund stille yderligere krav til gennemførelse af bred orientering om den pengepolitiske udvikling og politik.

Ressortopdeling og tilsynsfunktioner

Kapitlet drøfter endelig spørgsmålet om ressortopdelingen og stiller forslag om samling af regeringsfunktionerne på området under de økonomiske ministerier, ligesom der peges på, at det eventuelt burde overvejes at henlægge tilsynsopgaverne i relation til pengeinstitutterne til nationalbanken.

Politikovervejelser: kapitel VIII

Finans- og indkomstpoltikkens tur til at blive overbelastet ?

Kapitlet er centreret om de langsigtede muligheder for at løse beskæftigelses- og betalingsbalanceproblemet med det begrænsede sæt virkemidler, der er til rådighed i en finansielt åben økonomi med fastkurspolitik i EMS, endda sandsynligvis med en langsom appreciering af kronen globalt som følge af EMS-valutaernes styrkelse over for dollaren. Den aktuelle konjunktursituation og de specifikke problemstillinger for den økonomiske politik i 1985-86 behandles derimod ikke i redegørelsen.

De makroøkonomiske virkemidler vil i fremtiden stort set begrænse sig til finanspolitikken og indkomspolitikken, idet den kvalitative ændring, der er sket på det pengepolitiske område, er ensbetydende med denne politiks delvise "demission" med hensyn til påvirkning af den indre økonomi og tilvejebringelsen af betalingsbalanceligevægt. Der er således lagt en øget byrde over på finans- og indkomspolitikken, og spørgsmålet er, om der er risiko for en overbelastning af de to politikformer på samme måde, som det tidligere ofte er blevet gjort gældende, at pengepolitikken var overbelastet. I vurderingen heraf må indgå, at finanspolitikken i forvejen er under pres fra både skattetrykreaktioner og reaktioner på udgiftsbesparelser. Samtidig begrænses politikmulighederne inden for både finanspolitikken og indkomspolitikken af et kompliceret vekselvirkningsforhold mellem de to politikformer, hvor de nok i nogle henseender supplerer hinanden og "spiller sammen", men hvor indgreb på det ene område også kan give spændinger i forhold til det andet område.

Næppe stort problem i

I det overskudsforløb frem til 1995, der er beregnet i kapitel VI ud fra forudsætninger, der må betegnes som rimeligt rea-

*overskuds-
forløbet*

listiske, er der næppe nogen stor risiko for overbelastning. Forløbet indebærer en gunstig betalingsbalanceudvikling (vending til betalingsbalanceoverskud), hvorfor fastkurspolitikken ikke kan ventes at komme under pres fra "valutasiden". Den fortsat høje arbejdsløshed, som forløbet indebærer i de kommende 10 år, er dog klart et hovedproblem ved dette forløb. Ved fastholdt konkurrenceevne skulle der imidlertid i løbet af nogle år kunne blive plads til en vis finanspolitisk lempelse med deraf følgende positiv beskæftigelseseffekt.

*Men stærk
belastning i
underskuds-
forløbet*

Ved et forløb svarende til underskudsforløbet - et forløb, der desværre ikke kan afvises som helt usandsynligt - kommer finans- og indkomspolitikken under voldsom belastning. Balanceproblemet vil her blive stærkt forværret, og det må forventes at ville volde store vanskeligheder at bringe den danske lønstigningstakt så meget ned under det antagne, i forvejen beskedne gennemsnitlige niveau i udlandet, at man ad denne vej kan løse problemet. Finanspolitiske stramminger kan isoleret set nok "bringe betalingsbalancen i hus" også i denne situation, men vil forøge arbejdsløsheden, samtidig med at der som nævnt kan være risiko for, at man herigennem underminerer indkomspolitikken. Dilemmaet kan blive så stort, at det i denne situation kan blive vanskeligt at fastholde fastkurspolitikken og de liberale valutabestemmelser. Det vurderes imidlertid i kapitel VIII, at der ikke for Danmark er reelle alternativer til samarbejdet i EMS, i det mindste ikke uden store økonomiske og politiske omkostninger, således at den mulighed, der står tilbage, er at søge adgangen til (sjældne) kursjusteringer opretholdt. Selv med en sådan fortsat mulighed vil det imidlertid være urealistisk at regne med nogen væsentlig udvidelse af spillerummet for den økonomiske politik.

*Variable af-
skrivnings-
regler ?*

Begrænsningerne og måske bortfaldet af mulighederne for at anvende renten som led i konjunkturpolitikken og den balanceskabende politik gør det nærliggende at overveje andre muligheder for at påvirke efterspørgselsniveauet og efterspørgslens sammensætning. I kapitel VIII peges der i denne forbindelse på muligheden af variable skattemæssige afskrivningsregler og konjunkturbetingede regler for henlæggelse til investeringsfonde og for brugen af sådanne fonde.

Dette vil kunne bidrage til en roligere takt i investeringsudviklingen, og selv om der også er hensyn, der taler imod at gøre afskrivningsregler m.v. variable, synes det værd at overveje i betragtning af, at de stabiliseringspolitiske muligheder efterhånden er så stærkt begrænsede, som tilfældet er.

Skatteproblemer og rentesubsidier

Kapitlet kommer endelig ind på en række særlige skattemæssige problemer i sammenhæng med renten og realrenteafgiften, på de øgede muligheder for international skatte-tænkning som følge af friheden for kapitalbevægelser og på spørgsmålet om rentesubsidiernes fremtid. Skatteunddragelsesmulighederne i forbindelse med friheden for kapitalbevægelser vurderes som et så presserende problem, at der stilles forslag om nedsættelse af et hurtigtarbejdende udvalg herom.

Skattekommission ?

Internationalisering af finanspolitikken ?

Redegørelsen afsluttes med en efterlysning af internationale initiativer til sikring af en koordineret ekspansionsproces gennem en vis internationalisering også af finanspolitikken i retning af den, der allerede fremtræder så stærkt på det pengepolitiske område. I forbindelse hermed nævnes også kort sammenhængene over til teknologipolitik, uddannelsespolitik og arbejdstidspolitik m.v.

Kapitel I

Dansk pengepolitik under forvandling

A: Redegørelsens udgangspunkter og de aktuelle nationale og internationale tendenser i pengepolitikken

I.1 Indledning

Diskussionen i 1984

1. I sommeren 1984 blev der i Danmark rejst en diskussion om mulighederne for at nedsætte det dengang fortsat relativt høje danske renteniveau gennem en omlægning af pengepolitikken efter hidtidigt norsk og svensk forbillede. Diskussionen udsprang navnlig af, at Norge indtil da i lang tid havde haft en lavere rente og Sverige som hovedregel en lavere rente end Danmark. Dette blev igen især tilskrevet forskelle i den førte penge- og kreditpolitik, idet Norge og Sverige havde ført en reguleringspolitik med en politisk fastsat rente, medens det danske renteniveau i højere grad var markedsbestemt. Et lavere renteniveau antages at have en række gunstige økonomiske virkninger, både med hensyn til den økonomiske vækst (ved at fremme investeringerne) og med hensyn til indkomstfordelingen. Vedrørende indkomstfordelingen blev der i diskussionen dels peget på, at en lavere rente generelt ville virke indkomstudlignende (være til størst fordel for grupper med lavere indkomster), dels på, at den ville reducere væksten i statsgælden og dermed også reducere de fordelingsmæssige problemer, der knytter sig til statsgældens vækst (som følge af renteudgifterne og deres konsekvenser dels for skattetrykket, dels for mulighederne

for afholdelse af andre offentlige udgifter).

Diskussionen gav anledning til, at et flertal i folketingets politisk-økonomiske udvalg i december 1984 gennem økonomiministeren opfordrede formandskabet til at udarbejde en særlig pengepolitisk redegørelse, jfr. den ovenfor optrykte beretning.

*Diskussionen
bundet til
forhold og
erfaringer af
ældre dato*

2. Som det nødvendigvis ofte må være tilfældet, byggede den omtalte diskussion i ret høj grad på forhold og erfaringer, der allerede da lå noget tilbage i tid. På flere punkter var forudsætningerne for diskussionen i færd med at ændre sig, allerede da den kom op. Ikke mindst i tiden efter fremsættelsen af den nævnte henvendelse fra det politisk-økonomiske udvalg er det imidlertid blevet klart, at der i de senere år er sket betydelige ændringer med hensyn til penge-, kredit- og valutapolikken og dermed i renteforholdene såvel i Danmark, Norge og Sverige som i en række andre lande. Norge og Sverige har lagt deres politik om i retning af en mere markedsbestemt rente, og sammenhængende hermed er der sket betydelige stigninger i renteniveauet i de to lande. For Sveriges vedkommende hænger rentestigningen sammen med, at en voksende del af underskuddet på statsbudgettet har måttet finansieres ved lån hos publikum på markeds-mæssige vilkår, og med det nylige optræk til valutakrise. Politikomlægningen og rentestigningen er derfor i virkeligheden mere markant i Norge, der med sine store olieindtægter ikke har haft tilsvarende problemer. Tidligere var Norge et lavrenteland. I dag ligger det norske renteniveau på linie med eller snarest lidt i overkanten af, hvad der er tilfældet i andre vestlige industrilande.

Samtidig med, at renten således er steget i Norge og Sverige, har der i Danmark i den forløbne del af 1985 været tale om en genoptagelse af det rentefald, som satte ind i 1983, men blev afbrudt i 1984. Der er herved også sket en kraftig indsnævring af rentespændet over for udlandet. Selv om realrenten fortsat er meget høj, kan den nominelle rente i international sammenligning ikke længere siges at være særlig høj i Danmark.

Generel inter-

3. Både for Danmark, Norge og Sverige gælder, at de nævn-

national tendens til finansiel åbenhed

te udviklingstendenser også i høj grad skal ses på baggrund af en generel international tendens til øget finansiel åbenhed og øget integration af de finansielle markeder, således at de tidligere nationalt afgrænsede penge- og kapitalmarkeder nu er ved at udvikle sig i retning af et egentligt, fælles internationalt penge- og kapitalmarked. Et iøjnefaldende træk i denne proces, som både rummer positive og negative sider, jfr. det følgende, er en hastig internationalisering af bankvæsenet. Den økonomiske politik i de forskellige lande bidrager i varierende grad til denne internationaliseringsproces på de finansielle markeder ved "afreguleringer", dels med hensyn til tilbageværende valutarestriktioner, dels også med hensyn til interne barrierer for etablering m.v. samt restriktioner og administrative procedurer for udøvelse af virksomhed på disse markeder. I andre tilfælde kan man sige, at interne restriktioner og forskrifter netop har bidraget til internationaliseringen ved at presse transaktioner ud på de internationale markeder og tilmed i mange tilfælde direkte diskriminere til fordel for udenlandske kreditkanaler. I denne forbindelse kan også nævnes, at fremvæksten af Euromarkederne for en stor del tilskrives eksistensen af nationale reguleringer, specielt i U.S.A.

Skepsis i efterkrigstiden over for frie kapitalbevægelser

Ved liberaliseringen af den internationale handel i tiden efter den anden verdenskrig blev fuld frihed for kapitalbevægelser ikke anset for ønskelig. De oprindelige liberaliseringsbestrebelse omfattede kun de betalingsstrømme, der stod i direkte forbindelse med udenrigshandelen, hvorimod der bl.a. på baggrund af erfaringerne fra tyverne, herunder ikke mindst verdenskrisen i 1929, var et universelt ønske om at opretholde den nationale kontrol med kapitalbevægelserne og specielt med de rent finansielt motiverede betalinger og transaktioner. De sidste antoges at virke destabiliserende og at begrænse mulighederne for at føre økonomisk politik.

De senere tendenser

Liberaliseringen kom dog relativt tidligt til også at omfatte direkte investeringer i virksomheder og produktionsanlæg i andre lande, blandt andet ud fra et hensyn til at fremme teknologioverførslen mellem landene. Senere har liberaliseringsbestrebelse også omfattet kapitalbevægelser af rent finansiell karakter (køb og salg af værdipapirer m.v.), idet der nu blev lagt vægt på, at de rent finansielt motiverede

de betalingsstrømme også kan have en stabiliserende virkning, f.eks. ved at lette finanseringen af betalingsbalanceunderskud, og på, at økonomisk vækst i det hele taget er nøje forbundet med vækst i de finansielle aktiviteter.¹⁾ Netop for tiden præges den internationale udvikling af en "rest-liberalisering" på dette område, omend liberaliseringsprocessen har varieret og fortsat varierer meget i styrke fra land til land. Kun ret få lande som U.S.A., England og Tyskland har helt afskaffet alle valutarestriktioner. Lande som Japan, Frankrig og Italien har været mindre indstillet på at åbne sig finansielt for omverdenen, men i Japan er der dog netop i den seneste tid blevet gennemført betydelige liberaliseringer på det finansielle område. En række små, ellers meget åbne økonomier har ligeledes holdt fast ved en rest af restriktioner for kapitalbevægelserne. I EF gælder dette således for Belgien og tildels også Danmark (trods de senere års ganske vidtrækkende liberaliseringspolitik med hensyn til de danske valutabestemmelser) samt Holland. Blandt de nordiske lande er Danmark klart gået længst i retning af liberale valutabestemmelser.

*Begrundelser
for tilbageværende restriktioner*

Motiveringen for i ellers åbne økonomier at fastholde et vist netværk af restriktioner for finansielt betingede kapitalbevægelser ligger for en væsentlig del i pengepolitiske hensyn, nemlig i et ønske om at bevare et spillerum for tilrettelæggelse af en pengepolitik med indrepolitisk sigte. Ved helt frie kapitalbevægelser reduceres mulighederne for en sådan politik væsentligt; især vil rentesatserne være indbyrdes tæt sammenknyttede i lande, der har fast indbyrdes valutakurs. I Danmark må spillerummet anses for stærkt indsnævret. Formålet med de tilbageværende danske valutarestriktioner er antagelig især at lægge en vis bremse på valutaudstrømning i tilfælde af alvorlige forstyrrelser på valutamarkedet. Derudover spiller hensynet til at modvirke skatteunddragelse antagelig en rolle for valutabestemmelserne.

1. Ligesom det er tilfældet med hensyn til andre serviceydelser, er beskæftigelsen og produktionen i forbindelse med finansiell servicevirksomhed vokset hurtigere end produktionen og beskæftigelsen i de varefrembringende erhverv. Og ligesom den internationale handel over tid vokser hurtigere end landenes bruttonationalprodukter, vokser omfanget af internationale finansielle ydelser hurtigere end de nationale ydelser af finansiell karakter.

4. Den stærke inflationsafdæmpning og det "rygstød", som EMS-medlemsskabet giver til fastkurspolitikken, har utvivlsomt haft afgørende betydning for, at fastkurspolitikken nu synes på vej til for alvor at slå igennem i det danske renteniveau. Medlemsskabet garanterer principielt ubegrænset støtte på kort sigt fra andre medlemslande til forsvar af valutakursen.²⁾ Betydningen heraf for troværdigheden af valutakurspolitikken illustreres nok ikke mindst gennem det forhold, at Danmark under en faldende rente og ved en samtidig liberalisering af valutabestemmelserne har haft en meget stærk kapitalindstrømning fra udlandet i den senere tid, medens Sverige omvendt har haft kapitaludstrømning og opræk til valutakrise trods væsentligt strengere valutarestriktioner samt en relativt høj og tendentielt stigende rente. Den forskellige udvikling i løn- og prisstigningstakten med fortsat højere inflation i Sverige spiller dog utvivlsomt også en væsentlig rolle for den forskellige udvikling med hensyn til kapitalbevægelserne.

Det skal i tilslutning til foranstående nævnes, at den stabilitet, der trods den nylige nedskrivning af liren har været i valutakursforholdene inden for EMS i de senere år, har lettet presset på renteforholdene i EMS-landene, idet der ikke har været samme behov for defensive renteudsving som tidligere. Medvirkende til den større stabilitet i kursrelationerne har været en større konvergens i regeringernes økonomisk-politiske målsætninger og i den faktiske økonomiske udvikling i medlemslandene end i tidligere perioder. Derudover har det dog i den forløbne tid også spillet en væsentlig rolle, at dollarkursstigningen gjorde det lettere at "holde sammen på" EMS-valutaerne. Blandt andet fordi en uforholdsmæssigt stor del af kapitalbevægelserne mellem dollarområdet og EMS-området er bevægelser mellem dollar og DM, virker en bevægelse over i dollars i retning af at svække DM's position i EMS og styrke de svage EMS-valutaers position.

2. Nedskrivningen af liren og opskrivningen af de øvrige EMS-valutaer i juli 1985 kan næppe siges at stride mod opfattelsen af valutakursforholdene i EMS som relativt stabile i de senere år eller mod det her anførte om mulighederne for at forsvare kursen på et medlemslands valuta under et eventuelt valutarisk pres. Forløbet omkring lukningen af det italienske valutamarked den 19. juli og den derpå følgende devaluering synes at pege i retning af en på forhånd truffet italiensk beslutning om devaluering, motiveret i beskæftigelses- og betalingsbalancehensyn. Der var ikke tale om noget egentligt valutarisk pres i dagene forud for indledningen af devalueringsprocessen. Under det pres, som opstod den 19. juli, undlod den italienske centralbank, i strid med EMS-reglerne, at støtte lirens kurs, hvorimod de øvrige centralbanker i EMS som foreskrevet interventerede til støtte for liren, indtil de blev informeret om, at Italien afholdt sig fra støtte.

Flere EMS-centralbanker har i det sidste par år øget deres DM-beholdninger væsentligt og således bidraget til at stabilisere den tyske valuta. Samtidig har foruden Danmark også Frankrig, Italien og Belgien efterhånden kunnet reducere deres rente, og især den korte rente, væsentligt. Omvendt kan den vending i dollarkursudviklingen, der nu er indtrådt, naturligvis isoleret set føre til et vist pres på kurspariteterne i EMS, hvilket der dog er gode muligheder for at afbøde gennem nedbringelse af DM-beholdningerne.

Baggrunden for særligt dansk "renteoprør" borte

5. De nævnte tendenser i penge-, kredit- og valutapolitikken i Danmark og i en række andre lande har naturligvis i høj grad sat deres præg på redegørelsen i det følgende. Denne tager først og fremmest sigte på en nærmere belysning af disse tendenser og deres konsekvenser. Derfor går redegørelsen ikke i så høj grad, som det måske kan siges at være forudsat i kommissoriet, ind på spørgsmålet om, hvorvidt Danmark ved eventuelt at "stille uret i integrationsprocessen tilbage" ville have mulighed for at frigøre sig fra afhængigheden af udlandets penge- og kreditpolitik. Baggrunden for en speciel kritik af den danske rentes højde er i den aktuelle situation faldet bort i og med, at overrenten i forhold til udlandet er reduceret betydeligt i 1983-85. Mulighederne for gennem den øvrige økonomiske politik at fremskynde indsnævringen af rentespændet diskuteres dog naturligvis i redegørelsen, og specielt peges på betydningen af og mulighederne for at begrænse tendenser til senere ny stigning i rentespændet. Det er imidlertid lagt til grund for analysen, at der ikke varigt bliver tale om genindførelse af vidtgående valutarestriktioner.³⁾

3. Beregningerne i kapitel VI bygger dog på den forudsætning, at der f.eks. gennem skattepolitikken kan etableres grundlag for en indsnævring af renteforskellene mellem Danmark og udlandet. Dette antages i modsætning til indførelse af strenge valutabestemmelser ikke at stride mod Danmarks internationale forpligtelser.

1.2 Valutapolitik, kapitalbevægelser og pengepolitisk autonomi

Nogle principielle sammenhænge, jfr. figur 1.1

6. Som allerede berørt kan penge- og kreditpolitikken ikke betragtes isoleret fra valutakurspolitikken og politikken med hensyn til valutarestriktioner, specielt ikke i en lille åben økonomi som den danske.

Man kan som vist i figur 1.1 illustrere dette i et diagram, hvor graden af kapitalmobilitet (som bestemt navnlig ved friheden for kapitalbevægelser)⁴⁾ er afsat ud ad den ene akse, (gående fra slet ingen til helt ubegrænset mobilitet over grænserne), og graden af valutakursfleksibilitet ud ad den anden (gående fra helt faste, ikke-justerbare kurser til helt flydende valutakurser som det andet ydertilfælde), hvorefter spillerummet for at føre en selvstændig pengepolitik fremkommer som den direkte konsekvens af samspillet mellem de to nævnte politikformer.

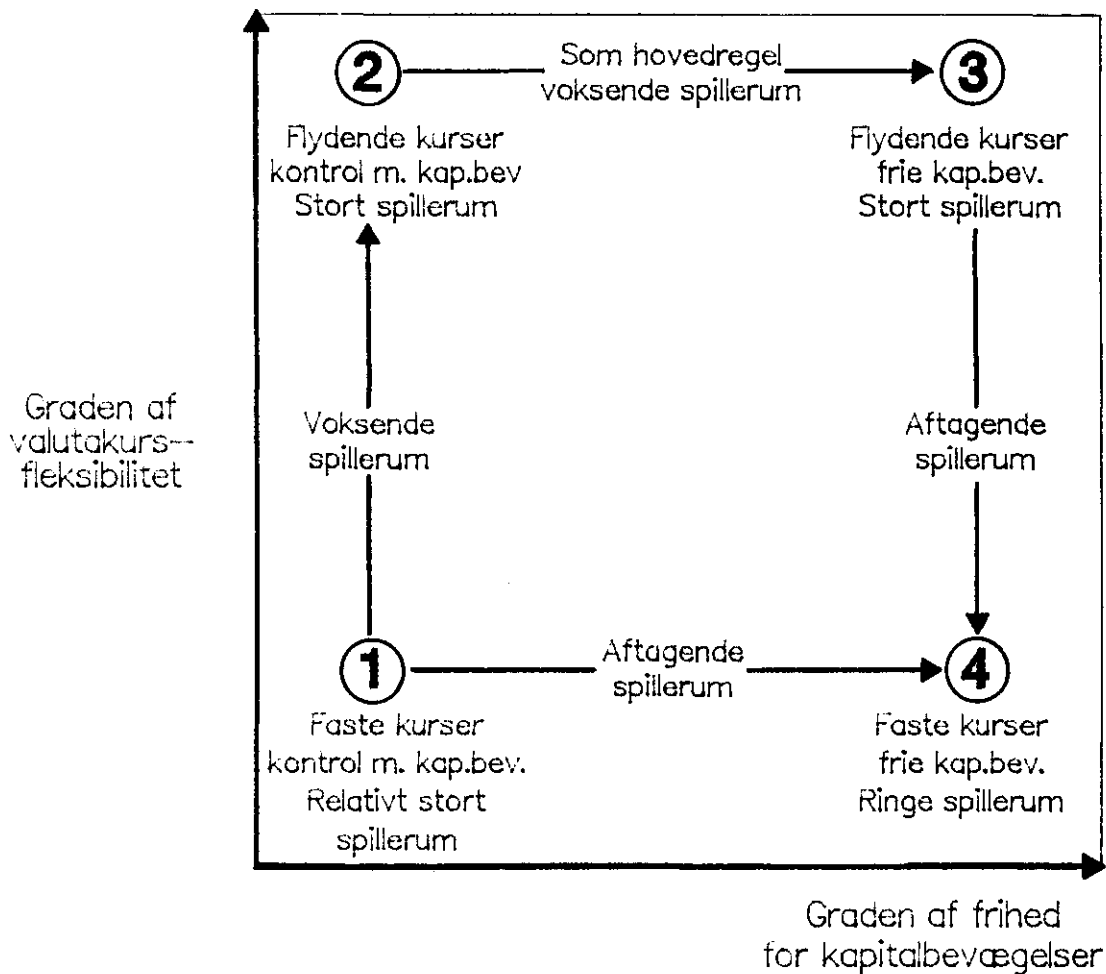
Situationer med stor autonomi

Nederste venstre hjørne i diagrammet repræsenterer en tænkt situation, hvor valutakurserne mellem de betragtede lande forudsættes at være låst helt fast, samtidig med at kapitalmobiliteten forudsættes at være meget lav i kraft af stærke valutarestriktioner, som man havde det i den første efterkrigstid.⁵⁾ I denne situation er der et relativt stort spillerum for at føre pengepolitik med indrepolitisk sigte og således f.eks. føre en anden stabiliseringspolitik end omverdenens, herunder navnlig en fra omverdenen noget afvigende kombination af penge- og finanspolitik.

I en lavkonjunktur vil det - hvis det i øvrigt ikke støder an mod andre hensyn som for eksempel hensynet til den løbende betalingsbalance - være muligt, i hvert fald midlertidigt, at føre ekspansiv pengepolitik med lavere rente og større pengemængdestigning end udlandets, uden at politikken modvirkes afgørende af en privat kapitaludstrømning til ud-

4. Også forhold som gennemskueligheden af inden- og udenlandske finansielle markeder og tilstedeværenden af et passende sortiment af aktiver på disse markeder spiller ind.
5. En kapitalmobilitet på nul eller i nærheden deraf kan ikke tænkes i praksis, da der altid vil forekomme finansielle forskydninger mellem landene i forbindelse med udenrigshandelen og dennes finansiering.

Figur I.1: Spillerummet for pengepolitik under forskellige valutakursregimer og grader af frihed for kapitalbevægelse



landet. En sådan kapitaludstrømning fra den private sektor ville dels påvirke valutareserven negativt, dels reducere den indenlandske likviditet og derved modvirke rentesænkings-

politikken. Ligende, men væsentligt svagere virkninger fremkommer selvsagt gennem forringelsen af betalingsbalancens løbende poster.

I en højkonjunktursituation ville man i situation 1 kunne føre den modsatte politik, ligesom renten f.eks. ville kunne holdes højt som led i en politik til nedpresning af et betalingsbalanceunderskud eller andre tilpasninger af den indre økonomi.⁶⁾

Situationer med begrænset autonomi

Er kapitalbevægelserne derimod følsomme over for forandringer i rente- og likviditetsforholdene i forhold til udlandet, reduceres spillerummet for en selvstændig pengepolitik såvel i en lav- som en højkonjunktur. Under faste valutakurser vil en højrentepolitik risikere at blive løbet over ende af indgående private kapitalbevægelser, udløst af den højere rente, og en lavrentepolitik kan blive bremsed af udadgående private kapitalbevægelser med deraf følgende likvidtetsstramning og dræn på valutareserven. En ekstremsituation illustreres i figurens nederste højre hjørne, hvor der er helt faste valutakurser og helt frie kapitalbevægelser og "perfekt substitution" mellem inden- og udenlandske finansielle markeder, dvs. ingen præferencer hos væsentlige finansielle investorer mellem indenlandske og udenlandske fordringer. Her vil spillerummet for en selvstændig pengepolitik nærme sig nul og koblingen mellem rentesatserne i ind- og udlandet være maksimal.

Valutaregime, valutakursforventninger og renteforskelle afgørende

De private kapitalbevægelser mellem landene må under normale forhold, og når de ikke begrænses af valutarestriktioner og interne barrierer, antages at være styret af forventede afkastforskelle. Forandringer i det forventede afkast af finansielle fordringer kan enten bero på forandringer i renteforskellene mellem landene eller på forventede valutakursændringer. Forventes der ingen valutakursændringer mellem de betragtede lande, kan der ved fuld finansiell åbenhed mellem landene kun være meget små renteforskelle mellem

6. Vurderet ud fra det valutakursregime og den meget begrænsede kapitalmobilitet, der fandtes i 1950'erne, havde Danmark dengang en relativt betydelig pengepolitisk autonomi. I praksis begrænsedes autonomien dog af den meget beskedne valutareserve, som lagde meget kraftige restriktioner på den økonomiske politik, jfr. kapitel II.

dem, nemlig især forskelle, der beror på manglende information om specielle kapitalmarkedsforhold i forskellige lande og bl.a. kan have karakter af en art risikopræmie for forhold, som udenlandske investorer kan have svært ved at vurdere. Er valutakurserne omvendt mere eller mindre flydende, vil der ofte være forventninger om valutakursændringer, hvilket igen afgørende vil kunne påvirke kapitalbevægelserne. I en sådan situation ville ændringer i de relative rentesatser og i valutakurserne kunne virke sammen på en sådan måde, at pengepolitikken bliver et meget effektivt instrument til påvirkning af den indenlandske efterspørgsel og økonomiske aktivitet. Men der vil også være en risiko for, at der opstår forventningsstyrede valutakursændringer, der virker destabiliserende.⁷⁾

Små ændringer kan udløse store tilpasninger af de finansielle beholdninger og dermed store kapitalstrømme

Det er værd at fremhæve, at de private finansielle kapitalbevægelser ikke fortrinsvis bør ansues som permanente strømme, hvis størrelse og retning bestemmes af valutakursforventninger og renteforskelle m.v.. Selv om der også er tale om sådanne kontinuerlige "strøm-bevægelser", er kapitalbevægelserne først og fremmest udslag af investorerens (både virksomheders og husholdningers) beslutninger om tilpasning af sammensætningen af deres finansielle nettoformue og tilvæksten heri til ændrede valutakurs- og renteforventninger m.v..

7. Øverste højre hjørne af diagrammet illustrerer situationer af førstnævnte karakter, hvor der selv ved fuld kapitalmobilitet er et betydeligt spillerum for en selvstændig pengepolitik som følge af den flydende valutakurs. Under et system med flydende kurser kan valutakursændringer dog let i sig selv udløse forventninger om nye ændringer, hvorved der kan opstå kumulative inflations- eller deflationstendenser. I så tilfælde kan samspillet mellem penge- og valutakurspolitik blive destabiliserende. De senere års internationale erfaringer tyder på, at hovedresultatet af flydende valutakurser let bliver en sådan instabilitet med meget kraftige forstyrrelser på de finansielle markeder. Overgang til et system med en flydende kronkurs repræsenterer derfor ikke et praktisk-politisk alternativ i Danmark, jfr. også omtalen i kapitel IV, hvoraf fremgår, at flydende valutakurser er sjældent forekommende i små økonomier. I forbindelse med det lige nævnte kan der være grund til også at nævne, at når der opstår forventninger om væsentlige valutakursændringer, kan de private kapitalbevægelser over landegrænserne blive af et sådant omfang, at det i praksis bliver umuligt at forsøge at kompensere ("sterilisere") de interne likviditetsvirkninger i afsender- og modtagerlandene gennem interne operationer fra de pengepolitiske myndigheders side. Spillerummet for en selvstændig pengepolitik kan i så tilfælde blive stærkt reduceret også ved flydende valutakurser.

Med tiltagende internationalisering bliver inden- og udenlandske finansielle aktiver og passiver i stigende grad substitutter for hinanden, og alle finansielle enheder forsøger at fordele deres aktiver og passiver på en sådan måde, at de opnår det, de hver for sig anser for den bedst mulige kombination af afkast, risiko (derunder som fremhævet valutakursrisiko) og likviditet. Det er oplagt, at når der opstår forandringer i de faktorer, som er bestemmende for "porteføljvalg", kan dette give anledning til endog meget store kapitalstrømme mellem landene. Ganske vist vil de således betingede strømme relativt hurtigt ebbe ud, når aktiv- og passivsammensætningerne er blevet tilpasset til de ændrede forhold; men i mellemtiden kan der være sket nye ændringer, som kan give anledning til, at porteføljerne igen placeres om, eventuelt således, at de nu går den modsatte vej. Der er derfor mulighed for store chokvirkninger eller -bølger.

Tendensen går i retning af indsnævring af spillerummet, specielt i små lande

I praksis vil forudsætningerne for, at man kan tale om fuld finansiell integration, aldrig være helt opfyldt. Indenlandske og udenlandske finansielle fordringer vil bl.a. på grund af mangel på information og på grund af de større transaktionsomkostninger ved transaktioner over landegrænserne kun i et vist omfang kunne substituere hinanden. Hertil kommer, at der selv i en fuldt integreret valutaunion vil være en i hvert fald teoretisk mulighed for valutakursændringer, indtil de nationale valutaer måtte blive erstattet af en fællesvaluta. Der vil derfor indtil da altid være et vist spillerum for en selvstændig pengepolitik. Det er imidlertid karakteristisk, at bevægelsesretningen internationalt dels er gået i retning af øget kapitalmobilitet, dels også - inden for regioner eller "blokke" af lande - i retning af faste valutakurser. Ad begge veje er spillerummet for en selvstændig pengepolitik blevet betydeligt indsnævret, specielt i de mindre lande. Ikke mindst er dette tilfældet for Danmarks vedkommende.⁸⁾ Denne udvikling vil fortsætte i fremtiden i den takt, hvormed EMS udvikler sig i retning af en de facto-valutaunion.

8. Sammenligner man Danmark med Norge og Sverige ligger den afgørende forskel i graden af eksterne bindinger dog ikke på det pengepolitiske område, men i den stærkere binding af den danske kronkurs som følge af EMS-samarbejdet. Heraf følger igen en generel forpligtelse til konvergens i den økonomiske politik.

B: Nogle pengepolitiske grundbegreber og grundtræk vedrørende penge- og kapitalmarkedet

Læsevejledning

Afsnittet har til formål at give en kort introduktion til nogle grundtræk i relation dels til penge- og kreditpolitikken, dens virkemåde og afgrænsning i forhold til anden økonomisk politik, dels til penge- og kapitalmarkedernes afgrænsning og funktioner. Afsnittet er primært af definatorisk og beskrivende art og kan eventuelt overspringes.

1.3 Definition af penge- og kreditpolitik. Afgrensning fra anden økonomisk politik.

Styring af pengeforsyningen eller af renten

7. Man kan bredt definere penge- og kreditpolitik som den del af et lands generelle økonomiske politik, hvorigennem de pengepolitiske myndigheder (i Danmark staten og nationalbanken) øver indflydelse på, om likviditeten i samfundet er knap eller rigelig, på rentens højde og på, om det i øvrigt er svært at låne eller ej. Som fremhævet ovenfor, i afsnit A, afhænger dette dog i små, åbne økonomier ikke kun af landets egen økonomiske udvikling og de nationale pengepolitiske myndigheders reaktioner, men i høj grad også af den økonomiske udvikling i andre lande, den pengepolitik, der føres i andre lande, og af reaktionerne på de nationale og internationale finansielle markeder.

Inden for det spillerum, det enkelte land - afhængigt af dets størrelse, valutapolitik og grad af finansiell åbenhed - har for en selvstændig pengepolitik, kan det forsøge enten at realisere rentepolitiske målsætninger, således at man lader pengeforsyningen (likviditeten) og det samlede kreditudbud i samfundet tilpasse sig, eller søger at realisere et ønsket indenlandsk kreditudbud, hvorefter man accepterer den rente, der kommer ud af det.

Virkemidler i pengepolitikken

De traditionelle virkemidler i pengepolitikken er ændringer i diskontoen, ændringer i centralbankens udlånsvilkår over for pengeinstitutterne, herunder de rentesatser, de skal betale ved lån i banken (hvilket i praksis betyder langt mere end diskontoen), samt endelig centralbankens såkaldte mar-

kedsoperationer, det vil sige køb og salg af obligationer på børsen, hvilket direkte påvirker både likviditeten i samfundet og renten. Efterhånden som statsgælden - i Danmark som i andre lande - har fået et meget betydeligt omfang, og meget store mængder statspapirer til stadighed skal placeres, er politikken med hensyn til statsgældens finansiering helt eller delvist ved salg af statsobligationer trådt i stedet for "klassiske markedsoperationer" som en afgørende del af pengepolitikken.

De pengepolitiske virkemidler omfatter derudover indgreb direkte over for pengeinstitutternes udlån i form af udlånslofter eller anden kvantitativ regulering (kreditrationering). I debatten skelnes der undertiden mellem pengepolitik, ført ved de ovenfor nævnte midler, og kreditpolitik, der i så fald bruges som betegnelse for kvantitative reguleringer. I nærværende redegørelse bruges betegnelserne dog mere eller mindre i flæng. På grund af den beskrevne nære sammenhæng med valutapolitikken vil også betegnelsen penge-, kredit- og valutapolitik blive benyttet.

Afgrænsning i forhold til finanspolitikken

8. Der kan være grund til at præcisere både den principielle forskel mellem penge- og finanspolitik og det fælles grænseområde.

Finanspolitikken føres ved foranstaltninger, som påvirker betalingerne til og fra det offentlige, og omfatter således ændringer i satserne for skatter og transfereringer (offentlige indkomstoverførsler) samt ændringer i det offentlige forbrug og de offentlige investeringer. Sådanne ændringer har samtidig også andre virkninger og formål end de konjunkturmæssige og stabiliseringspolitiske, nemlig virkninger på indkomst- og formuefordelingen og ressourceallokeringen. Ændringer på de enkelte budgetposter vil typisk være motiverede af sådanne hensyn snarere end af finanspolitiske overvejelser. De finanspolitiske virkninger fremkommer som den sammenvæjede virkning af alle budgettets enkeltvirkninger på produktionen, beskæftigelsen, prisniveauet og betalingsbalancen. Finanspolitikken har en direkte indvirkning herpå, pengepolitikken typisk en mere indirekte. Finanspolitikken påvirker direkte den enkeltes indkomstforhold (den

disponible indkomst). Pengepolitikken påvirker som nævnt renten, likviditeten i samfundet og kredituddet på kreditmarkedet. Dette kan ske uden om de offentlige finanser, selvom det typisk vil virke tilbage herpå. Ligeledes kan finanspolitikken tænkes ført uden indvirkning på blandt andet likviditetsforholdene, selv om der typisk også vil være en virkning herpå fra finanspolitikken.

Afgrænsning i forhold til indkomspolitikken

9. Endelig skal også forholdet mellem pengepolitik og indkomspolitik berøres. Sidstnævnte virker direkte ind på indkomstdannelsen (dannelsen af pengeindkomster i samfundet) gennem påvirkning af aflønningssatserne for produktionsfaktorerne. Pengepolitikken har derimod som berørt hovedsagelig en indirekte virkning herpå via påvirkningen af den økonomiske aktivitet, specielt investeringsaktiviteten. Gennem rentens betydning for omfanget af rentebetalingerne mellem økonomiens forskellige sektorer har pengepolitikken dog også en direkte indkomstvirkning. Med væksten i statsgælden og de hermed forbundne rentestrømme har denne direkte påvirkning fået stærkt øget betydning.⁹⁾ I nogle lande, ikke mindst Tyskland, lægger man derudover vægt på, at der fra normerne for den tilladte stigning i pengemængden udgår "signaler" til arbejdsmarkedets parter om, hvor store løn- og prisstigninger, der ved de givne normer vil være forenelige med opretholdelsen af den eksisterende beskæftigelsesgrad, respektive med stigning i denne.

Mellem-mål contra endelige mål

10. Som følge af pengepolitikens mere indirekte virkemåde tager den ofte sigte på opnåelse af såkaldte mellem-mål (nemlig især et tilsigtet renteniveau eller bestemte grænser for pengemængdevæksten, opretholdelse af valutareserven etc.) snarere end på de endelige økonomiske balancemål (produktion, beskæftigelse, betalingsbalance, prisudvikling og udviklingen i den økonomiske fordeling), der styres efter i finans- og indkomspolitikken. Mellem-målene kan enten opfattes som bindende normer (hvilket vil være tilfældet med hensyn til pengemængden i en monetaristisk strategi), eller blot som vejledende led ("informationsvariable") i en mere fleksibel strategi. I små åbne økonomier, der fører fast-

9. En nærmere belysning heraf for Danmarks vedkommende findes i modelberegningerne i kapitel VI.

kurspolitik, er der som allerede fremhævet en stigende tendens til, at valutakursen bliver det centrale operationelle mål for pengepolitikken. Dette gælder også lande som Norge og Sverige, hvis valuta er knyttet til hver sit gennemsnit (hver sin "kurv") af fremmede valutaer, jfr. kapitel III.

Det institutionelle grundlag. Forhold til den politiske proces

11. Der kan endelig være grund til at pege på den væsentlige forskel mellem de forskellige former for økonomisk politik, som ligger i selve det institutionelle grundlag for styringen og dermed i karakteren af beslutningsprocessen på de forskellige områder.

Finanspolitikens tilrettelæggelse kræver i almindelighed lovgivningsmagtens medvirken, det vil sige medvirken af både regeringen og folketinget. Det samme gælder i vid udstrækning indkomstpolitikken, hvortil kommer, at dennes gennemførelse i reglen vil forudsætte organisationernes medvirken, gennem forudgående forhandlinger og under den praktiske udmøntning (jfr. eksempelvis de paritetiske nævn for Danmarks vedkommende). Beslutningsprocessen er inden for begge områder ofte både tung og langsomt virkende, og specielt vil indgreb, der er kontraktive eller opleves som sådanne, ofte møde betydelig modstand. På det pengepolitiske område er afgørelserne i betydeligt større udstrækning overladt til myndighederne (nationalbanken og regeringen) med tilsvarende større mulighed - specielt under mindretalsregeringer - for hurtig gennemførelse af indgreb. Samtidig vil det af politiske grunde ofte være lettere at bruge penge- og kreditpolitikken i kontraktiv retning end finanspolitikken, måske også fordi kreditpolitikens umiddelbare virkninger kan være vanskeligere for udenforstående at overskue og vurdere end finanspolitikens (og/eller indkomstpolitikens).

Pengepolitikken overbelastet?

På denne baggrund har det ikke mindst i Danmark ofte været gjort gældende, at der i systemet har været en tendens til overbelastning af pengepolitikken, således at denne har måttet stå for en uforholdsmæssigt stor del af den kontraktive politik med den videre konsekvens, at der i højere grad er blevet anvendt investeringshæmmende end forbrugshæmmende midler i den økonomiske politik. Som belyst i de følgende dele af redegørelsen er der imidlertid ikke

længere dækning for en sådan opfattelse.

1.4 Virkemidlerne i penge- og kreditpolitikken og nogle principielle synspunkter herpå

Markedskonforme contra regulerende midler

12. Virkemidlerne i penge- og kreditpolitikken kan for hovedpartens vedkommende groft rubriceres under to hovedkategorier:

a. De markedsorienterede eller markedskonforme styringsmidler, det vil sige midler, der virker gennem brug af markedsmekanismen.

Hertil hører især nationalbankens udlånsbetingelser (diskonto og andre udlånssatser, grænser for pengeinstitutternes lån i nationalbanken) samt regeringens og nationalbankens politik med hensyn til, i hvor høj grad underskuddet på statsbudgettet skal have likviditetsmæssige følger og med hensyn til spektret af løbetider for de udstedte statsobligationer. Endvidere kan fastlæggelsen af vilkårene for pengeinstitutternes indskud i nationalbanken, udbudspolitikken for indskudsbeviser m.m. nævnes under dette punkt.

b. De regulerende (ikke-markedskonforme) midler, det vil sige midler, der griber direkte ind i fordelingen af kreditter til forskellige formål ved regulering af deres pris (rente) og mængde.

Herunder kan nævnes fastlæggelse af udlånslofter og -kvo-ter for pengeinstitutterne, regler om placeringspligt (navnlig kendt i udlandet), hvorefter en del af pengeinstitutternes og forsikringsselskabernes midler kræves anbragt i bestemte aktiver til en politisk fastsat rente,¹⁰⁾ og endelig for eksempel rentereguleringer, der fastsætter maksimums- og minimumsrenter for ind- og udlån. Reguleringerne retter sig typisk mod den såkaldte organiserede kreditgivning (de traditionelle kreditmarkedsformer), men af hensyn til effektiv-

10. For de placerende institutter vil dette reelt svare til en særbeskatning.

teten i reguleringerne har det ofte vist sig nødvendigt også at forsøge indgreb over for de utraditionelle finansieringskanaler ("det grå marked"), der ofte vil opleve en kraftig vækst netop som resultat af restriktionerne over for den organiserede kreditgivning.

Midler, der indtager en mellemstilling

En række kreditpolitiske foranstaltninger lader sig ikke umiddelbart rubricere under de to hovedkategorier, men indtager en mellemstilling. Herunder kan nævnes variable kassereservekrav (krav om, at en nærmere fastsat del af et pengeinstituts indlån eller af stigningen heri skal holdes som uforrentet eller lavt forrentet kassereserve), og anvendelse af strafrenter for lån ud over en vis grænse fra nationalbanken til pengeinstitutterne. En deponeringsforpligtelse til lav rente kan opfattes som en afgift på indskud i pengeinstitutterne. Eventuelt kan deponeringsreglerne være så skrappe, at de i praksis kommer til at svare til et udlånsloft.

Generelle contra selektive midler

Oftest anvendes begreberne generelle contra selektive virkemidler i pengepolitikken parallelt og til dels synonymt med sondringen markedskonforme/ikke-markedskonforme indgreb. Grunden er, at de markedskonforme indgreb typisk også er generelle, det vil sige, at de retter sig mod for eksempel alle pengeinstitutter og/eller alle låntagere, og i princippet stiller alle lige, medens selektiv politik indebærer særbehandling af nogle grupper af låntagere og låneformål i forhold til andre, og derfor også typisk må indebære kvantitative reguleringer. De to begrebsæt er dog ikke sammenfaldende i alle tilfælde. I redegørelsen i det følgende anvendes især den førstnævnte sondring.

Motiver for kvantitative reguleringer

13. Begrundelsen for anvendelse af kvantitative reguleringer i pengepolitikken (kreditrationering) eller af selektiv kreditpolitik i form af rentesubsidier m.v. vil ofte være, at man ønsker at friholde investeringerne på visse områder - for eksempel betalingsbalanceerhvervenes investeringer, dele af boligbyggeriet eller investeringerne i bestemte geografiske områder - for virkningerne af en stram penge- og kreditpolitik. Ved siden af sådanne allokerings- og beskæftigelsesmæssige grunde til anvendelse af kreditrationering og selektiv kreditpolitik har også fordelingsmæssige hensyn været afgørende i mange tilfælde. Som tidligere nævnt an-

ses en lav rente i reglen for en fordelingspolitisk fordel, idet den formodes at virke udjævnende på indkomst- og formuefordelingen, blandt andet også ved at holde igen på boligomkostningerne og ved at gøre det billigere for staten at låne. Modstykket til en lavere rente på de favoriserede områder vil dog let blive en højere rente end ellers på andre områder. En væsentlig indvending mod den selektive kreditpolitik er netop dens uigennemskuelighed i indkomstfordelingsmæssig henseende og de muligheder for vilkårigheder, den indebærer. Principielt må det være ønskeligt, at indgreb i den økonomiske fordeling i videst muligt omfang har en generel karakter, som det er tilfældet for skattepolitikken, den offentlige udgiftspolitik samt indkomstpolitikken.

I de senere omtalte norske og svenske udredninger har der været sat spørgsmålstejn ved, om en lav rente har de udjævnende virkninger på indkomst- og formuefordelingen, der almindeligvis antages. I kapitel VI er søgt foretaget en ganske vist noget summarisk kvantitativ belysning af spørgsmålet for Danmarks vedkommende.

I.5 Kreditmarkederne og deres funktioner

Både kanalisering og selvstændige funktioner

14. Det er, som allerede berørt, karakteristisk for de pengepolitiske instrumenter, at de virker via de finansielle institutioners og markeders mellemkomst. Institutionerne på penge- og kapitalmarkederne (pengeinstitutterne og realkreditinstitutionerne m.v.) er således vigtige kanaler for gennemførelsen af den økonomiske politik samtidig med, at de selv er erhvervsudøvende.

Pengemarked og kapitalmarked

De finansielle markeder opdeles normalt i henholdsvis pengemarkedet og kapitalmarkedet. Det første omfatter i Danmark traditionelt markedet for pengeinstitutlån m.v., det andet markedet for aktier, obligationer og pantebreve m.v. Strukturfor skydninger på de to markeder i de senere år, herunder tilkomsten af et marked for korte statsobligationer, har dog gjort grænsen mellem dem noget mere flydende end

efter den traditionelle sondring.¹¹⁾

Fra et institutionelt synspunkt kan det organiserede penge- og kapitalmarked afgrænses ved de "agenter", der optræder på det: Nationalbanken, de pengepolitiske myndigheder i øvrigt, pengeinstitutterne, realkreditinstitutterne, forsikringsselskaber og pensionskasser, ATP og øvrige større fonde, fondsbørsvekslererne ("børsen") samt en række finans- og finansieringsinstitutter. Også en sådan afgrænsning må dog uvægerligt blive flydende. I det hele taget er det karakteristisk, at der er tendens til nedbrydning af traditionelle "demarkationslinier" mellem de finansielle institutioner og mellem disses og de åbne markeders funktionsområder. Denne tendens, der også omtales som "brancheglidning" eller som "institutionel afspecialisering", er dog ikke så stærk i Danmark som i en række andre lande.

Det her anførte vedrører som nævnt forholdene på de organiserede markeder. Ved siden af disse findes uorganiserede markeder, hvis omfang og betydning har været stærkt varierende over tid, men navnlig har haft betydning i perioder, hvor de organiserede markeder har været underkastet relativt omfattende restriktioner. På grund af karakteren af et legalt substitut til det/de regulerede markeder har det uorganiserede marked som nævnt ofte været betegnet "det grå kreditmarked".

Kanaliserings- af opsparings- overskud

15. En af kreditmarkedets hovedopgaver er at samordne opsparings- og investeringsbeslutningerne i samfundet ved at være formidler mellem de økonomiske enheder og sektorer, der har et opsparingsoverskud, og de enheder og sektorer, der har et finansieringsbehov, og derigennem overføre finansielle ressourcer fra de første til de sidste. Da de pågældende enheder og sektorer i stort omfang optræder som både låntagere og långivere på samme tid, er den samlede bruttokreditgivning i samfundet langt større end nettokreditgivningen. Næsten enhver økonomisk enhed optræder i nogen udstrækning som formidler af finansielle ressourcer.

11. Til kapitalmarkedet henregnes normalt, foruden aktiemarkedet, markederne for fordringer med løbetider på over 2 år, medens pengemarkedet er betegnelsen for markederne for fordringer med en løbetid op til 2 år.

Kreditmarkederne kan imidlertid udskilles fra det samlede netværk af finansielle sammenhænge ved udover den her nævnte funktion at spille en central rolle med hensyn til selve det at skabe likviditet og betalingsmidler og med hensyn til at omfordele risiko mellem personer og virksomheder (og herved i større eller mindre grad adskille selve risikobæringen fra opsparings- og investeringsbeslutningerne).

Kreditskabelse

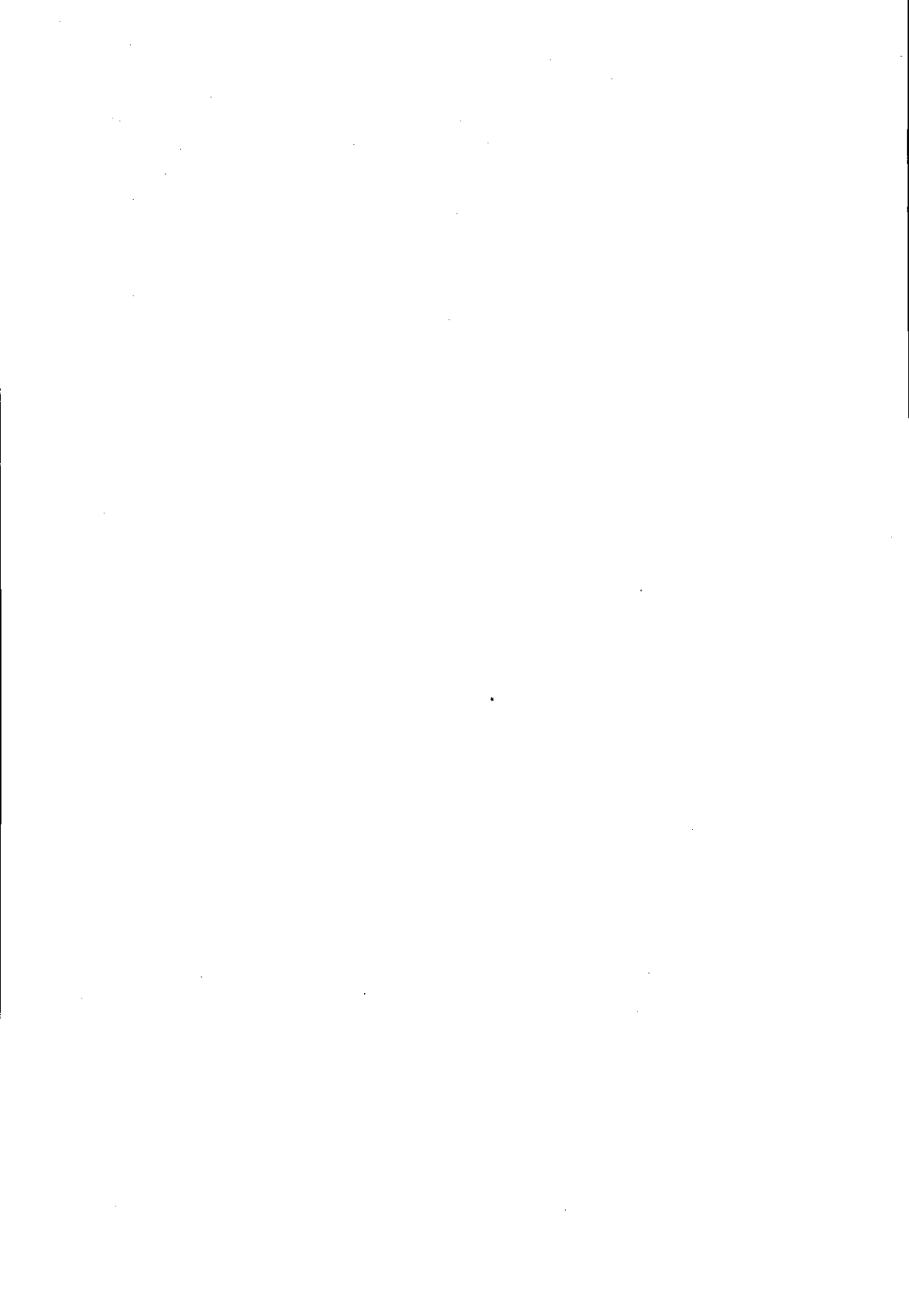
Markederne kan desuden sammenføre forskellige små kreditkilder til finansiering af større låneprojekter. Pengeinstitutterne varetager tillige den funktion at "gøre korte penge lange" ved at transformere indskud, der for en stor del er korte, til udlån, der i forholdsvis stor udstrækning er lange. Dette tidslige aspekt i forbindelse med pengeinstitutternes ind- og udlån er netop en helt essentiel del af deres virksomhed. Hertil kommer betydningen af den specialkundskab, der rådes over, og den professionalisering af kreditvurderingerne, dette giver mulighed for. En mulig ulempe kan være den koncentration af økonomisk magt, der finder sted gennem bankerne, og risikoen for, at for eksempel et sammenbrud eet sted, særlig i det internationale banksystem, kan få ringvirkninger andre steder i systemet.

Mange hindringer for reguleringspolitikken

16. De forskellige former for kredit og de forskellige kreditkanaler er i praksis nære substitutter for hinanden. Der kan derfor også observeres klare tendenser til, at effekter af enkeltstående reguleringer på penge- og kapitalmarkederne hurtigt elimineres gennem skift til andre bestående kreditkanaler og fremkomsten af helt nye kanaler, med andre ord ved at kreditten i så fald "går nye veje". Et typisk udslag heraf har været den vækst, der som tidligere omtalt er sket i det uregulerede ("grå") marked, når virksomheden på det ordinære kreditmarked er blevet reguleret. Tilsvarende er der erfaring for, at der ved en liberalisering ("de-regulering") af visse dele af kreditmarkedet sker en stærk vækst i kredittilførslen gennem det "hul", som herved åbnes i reguleringsystemet.

I det omfang, man mere varigt vil basere sig på direkte regulering af penge- og kapitalmarkedet, må man derfor både regne med, at reguleringsystemet skal være temmelig omfattende, og at det hyppigt skal ændres. Interne reguleringer

af kreditmarkedet kan ikke forventes at gå godt i spænd med liberale valutabestemmelser. Finansiell åbenhed udadtil taler for anvendelse af markedskonforme kreditpolitiske virkemidler indadtil, idet man i en finansielt åben økonomi kan unddrage sig virkningerne af interne reguleringer ved at flytte transaktionerne til udlandet. Valget af "valutaregime" er således ikke blot med til at fastlægge graden af pengepolitisk autonomi i forhold til udlandet, men er også bestemmende for formen for den politik, der kan føres på de indenlandske finansielle markeder.



Kapitel II

Hovedtendenser i den pengepolitiske udvikling i Danmark siden anden verdenskrig

Faser i den pengepolitiske udvikling siden 1950

1. Bortset fra de første efterkrigsår, hvor hovedlinien i dansk pengepolitik var en opsugning af den store overskudslikviditet ("pengerigeligheden"), der var opstået under den tyske besættelse, kan der udskilles tre-fire faser i den pengepolitiske udvikling i Danmark siden den anden verdenskrig:

- a) årene 1951-1957/58
- b) årene 1957/58-1969
- c) årene 1969-1982/83
- d) de seneste år.

I den første og med nogle afbrydelser også i den tredje fase blev der overvejende lagt vægt på eksterne hensyn (ligevægt på betalingsbalancens løbende poster og/eller opretholdelse af valutareserven og valutakursen) ved pengepolitikens udformning. I perioden derimellem (b) var pengepolitikken derimod i højere grad præget af ønsket om - sammen med den øvrige økonomiske politik - at lette opnåelsen og opretholdelsen af fuld beskæftigelse, dvs. at politikken her overvejende var internt orienteret. I den seneste tid har der været tale om en ny form for ekstern orientering, nemlig henimod frit fungerende finansielle markeder, hvilket igen betyder, at pengepolitikken ikke længere har haft mulighed for at påtage sig en mere direkte rolle ved nedbringelsen af det løbende betalingsbalanceunderskud. Denne opgave er nu fuldt ud lagt over på finanspolitikken og indkomstpolitikken.

Den seneste tids udvikling er speciel derved, at der er sket en så voldsom stigning i den private kapitalimport, at der for

tiden heller ikke ud fra et hensyn til valutareserven er behov for at føre en stram pengepolitik. Pengepolitikens tilpasning til vilkårene i et system med faste valutakurser og stort set frit fungerende finansielle markeder er dog ikke udtryk for, at de realøkonomiske forhold eller forholdene i det finansielle system er normaliserede, men snarere for, at der som omtalt i kapitel I under disse vilkår kun er et meget snævert spillerum tilbage for en selvstændig pengepolitik, hvad enten denne er orienteret mod ydre eller indre ligevægt i økonomien. Udviklingen i pengemængde og rente m.v. ligger under disse vilkår i væsentlig grad uden for de hjemlige pengepolitiske myndigheders kontrol.

Inden den nærmere gennemgang af de nævnte faser i den pengepolitiske udvikling skal der gives en oversigt over hovedtrækkene i valutareguleringens udvikling, idet penge- og kreditpolitikken som fremhævet må ses i nær sammenhæng med valutareguleringspolitikken.

II.1 Hovedtræk af udviklingen i valutareguleringen¹²⁾

Valutarestriktionernes oprindelse

2. Valutarestriktionerne, der her i landet er blevet administreret dels af industriministeriet (og dets forgænger handelsministeriet), dels af nationalbanken som valutamyndigheder, går som i en række andre lande tilbage til krisen i 1930'erne. Reguleringen havde oprindeligt kun det rent valutamæssige formål gennem et rationeringssystem for den indtjente valuta at skabe balance mellem udbuddet af og efterspørgslen efter fremmed valuta ved det politisk fastlagte valutakursniveau.¹³⁾ Derudover fik reguleringen dog også hurtigt selvstændige beskæftigelsesmæssige og handelspolitiske (beskyttelsesmæssige) formål.

Reguleringen havde karakter af dels en kontrol med importen af varer og tjenester (importregulering), dels en kontrol såvel med betalingerne i forbindelse med de løbende trans-

12. Danmarks Nationalbank har velvilligst gennemlæst dette afsnit med henblik på fejl og mangler, men har naturligvis ikke noget ansvar for fremstillingen.

13. På grund af begrænsninger i en række valutaers frie omvekslelighed (konvertibilitet) og i de internationale lånemuligheder måtte denne balance i mange tilfælde søges opnået over for hvert enkelt land, uanset den indskrænkning af handelsmulighederne dette indebar.

aktioner som med direkte investeringer over landegrænserne og med ændringer i de rent finansielle mellemværender med udlandet, hidrørende fra omplaceringer af aktiver og passiver over landegrænserne (finansielle kapitalbevægelser).

3. De internationale liberaliseringsbestræbelser, der blev iværksat efter den 2. verdenskrig, omfattede som tidligere nævnt i starten alene de løbende transaktioner, dvs. restriktionerne for selve udenrigshandelen, im- og eksporten af tjenester og de dertil knyttede betalinger. Et internationalt samarbejde om liberalisering også af kapitalbevægelserne blev først taget op i slutningen af 1950'erne i OEEC og fulgt op i 1961 gennem vedtagelsen af OECD's såkaldte kapitalliberaliseringskode og i EF-regi gennem vedtagelse af særskilte kapitaldirektiver i løbet af 1960'erne.¹⁴⁾ Begge regelsæt indeholder dispensations- og undtagelsesbestemmelser, hvorefter visse kapitaltransaktioner kan holdes uden for liberalisering. Disse undtagelsesbestemmelser udnyttes i varierende omfang i de forskellige lande. Det almindelige er, at kommercielle kreditter og andre kapitalbevægelser i forbindelse med løbende transaktioner samt transaktioner i forbindelse med direkte investeringer i produktion og handel etc. i et andet medlemsland kan gennemføres uden restriktioner, hvorimod der i varierende omfang er restriktioner på køb og salg af værdipapirer ("porteføljeinvesteringer"), ydelse af finanslån, valutaudlændinges indskud i pengeinstitutter etc. U.S.A., England og Tyskland har i løbet af 1970'erne helt afskaffet alle former for direkte valutarestriktioner, men som omtalt begrænses den finansielle åbenhed i de forskellige lande også af en række interne konkurrencereguleringer m.v. vedrørende de finansielle markeder, hvilket ikke mindst har været tilfældet for Tysklands vedkommende. Netop for tiden sker der imidlertid i Europa en "afregulering" på dette område. Dette øger tendensen til international finansiell integration.

Danmark opretholder fortsat visse restriktioner for kapitaltransaktioner, jfr. nedenfor, men er som tidligere nævnt

14. Derimod begrænser IMF-medlemskabet ikke adgangen til kontrol med kapitalbevægelser.

specielt i de seneste år gået væsentligt længere i retning af liberalisering end f.eks. Norge og Sverige og ligeledes længere end nogle EF-lande, især Frankrig og Italien.

Formålene med tilbageværende restriktioner

4. Restriktionerne for kapitalbevægelserne er i Danmark som i en række andre lande mindre vidtgående for transaktioner, der tilfører landet valutaindtægter, end for transaktioner, der medfører udgifter i udenlandsk valuta. Det oprindelige rationeringselement i forbindelse med valutarestriktionerne må dog siges at være faldet bort i alle OECD-landene. I et vist omfang tjener de tilbageværende valutarestriktioner i Danmark som i udlandet imidlertid til at beskytte valutareserverne i perioder med international valutauro. Derudover anvendes restriktionerne i mange lande som et pengepolitisk instrument, der muliggør en vis afskærmning af det indenlandske kreditmarked fra uønskede påvirkninger fra især kortfristede internationale kapitaltransaktioner. Som fremhævet ovenfor kan dette imidlertid ikke længere siges at gælde Danmark. Endelig tjener reguleringerne og de tekniske forskrifter i forbindelse hermed registrerende og opfølgende formål med henblik på betalingsbalanceopgørelser.

Løbende betalinger og direkte investeringer

5. I Danmark har løbende transaktioner som nævnt længe kunnet gennemføres så godt som uden restriktioner bortset fra, at betalingerne skal gå via bestemte kanaler (ske gennem "autoriserede valutahandlere"), og at der som hovedregel er hjemtagelsespligt med hensyn til tilgodehavender i udlandet. Direkte investeringer er fortsat undergivet en vis regulering, idet der for store udenlandske investeringer her i landet, (dog bortset fra investeringer i virksomheder, der hovedsaglig driver virksomhed med kapitalanlæg eller finansiering af valutaudlændinge), kræves tilladelse fra industriministeriet og for danske etableringer i udlandet tilladelse fra nationalbanken. Bevillingspraksis er dog meget liberal, og den beløbsmæssige grænse, hvorunder investeringerne kan ske uden forudgående tilladelse, er blevet forhøjet meget væsentligt, senest ved liberaliseringen pr. 1. juni 1985. Med hensyn til kommercielle kreditter (såvel leverandørkreditter som lån til finansiering heraf) har det tidligere været tilstræbt, at lånene ikke måtte ydes i større omfang eller længere tid end sædvanligt for forretningsområdet og højest i fem år, for skibe og fly samt andre større maskiner

og anlæg dog 8 år. Da begrebet "sædvanlige kreditvilkår" gav anledning til fortolkningstvivl, blev det ved den liberalisering af valutabestemmelserne, der fandt sted i maj 1983, tildels opgivet og erstattet af faste, men meget rummelige bestemmelser for kreditvilkårene i forbindelse med udenrigshandelen. En yderligere liberalisering er sket pr. 1. juni 1985. Reglerne for kommercielle kreditter er således nu meget liberale, hvorimod der er fastsat relativt stramme regler for, i hvilket omfang der kan ske forudbetalinger i forbindelse med importen.

Finanslån

6. Optagelse af finanslån i udlandet (stort set = andre erhvervsmæssige lån end kommercielle kreditter) har i en årrække været en vigtig kilde til privat kapitalimport til Danmark. Reglerne for optagelsen af sådanne lån har skiftevis været lempet og strammet, siden der i 1968 som et vigtigt skridt i liberaliseringen af kapitaltransaktionerne blev givet danske erhvervsvirksomheder generel adgang til at optage sådanne lån. Efter ændringerne pr. maj 1983 har praktisk taget alle danske erhvervsvirksomheder kunnet optage finanslån uden begrænsninger med hensyn til lånebeløb og låneformål. Derimod har der været den begrænsning på adgangen til at optage sådanne lån, at der skulle være en minimumsløbetid for lånene på 5 år. Pr. 1. juni 1985 er kravet til minimumsløbetid nedsat til 1 år. Det er som hovedregel ikke tilladt danskere at yde finanslån til valutaudlændinge.

Handelen med værdipapirer

7. Handelen med værdipapirer mellem Danmark og udlandet var indtil 1971 undergivet meget omfattende begrænsninger. Det var forbudt valutaudlændinge at erhverve udenlandske værdipapirer, og valutaudlændinge fik kun undtagelsesvist adgang til at købe danske værdipapirer. Begrundelsen for forskelsbehandlingen i relation til f.eks. reglerne for finanslån i udlandet synes især at have været, at finanslån blev anset for at give større sikkerhed for en langsigtet kapitalimport, medens "porteføljekapitalen" kunne frygtes at være ustabil, således at den i en akut situation eventuelt

pludselig kunne blive trukket tilbage.¹⁵⁾ - Fra 1971 indledtes imidlertid en gradvis liberalisering af valutaudlændinges adgang til køb af børsnoterede kroneobligationer, bl.a. også som et første led i den forventede tilpasning til EF's kapitaldirektiver, hvorefter medlemslandene er forpligtede til at liberalisere porteføljeinvesteringer fuldt ud, dog bortset fra pengemarkedspapirer og med visse muligheder for også at opretholde restriktioner vedrørende ikke-børsnoterede papirer. Fra december 1974 skete der en fuld liberalisering for obligationer, dog suspenderet for statsobligationers vedkommende i perioden februar 1979-maj 1983. Salget af børsnoterede aktier til udlandet blev frigivet på en gang ved Danmarks indtræden i EF i 1973. I maj 1983 liberaliseredes udlændinges køb af ikke børsnoterede aktier og pantebreve.

Suspensionen af salget af statsobligationer var begrundet i, at et forholdsvis betydeligt salg i den forudgående periode (= en betydelig udenlandsk kapitaltilstrømning) havde skabt for stor indenlandsk likviditet, efter at kronen var blevet styrket over for de øvrige EMS-valutaer. Man frygtede også, at der senere i tilfælde af uro om kronekursen kunne opstå en vanskeligt kontrollerbar situation, såfremt en fortsat opbygning af de udenlandske beholdninger fandt sted. Suspensionen må således blandt andet ses i lyset af, at man ønskede at bevare mulighederne for at bruge pengepolitikken til interne formål. Betænkeligheder ved, at Danmark relativt langvarigt blev bundet til en høj rente på de pågældende obligationer, synes dog også at have spillet en rolle.

En liberalisering af danskeres adgang til køb af udenlandske værdipapirer blev først indledt i 1978,¹⁶⁾ og liberaliseringen var oprindeligt kun af ret begrænset omfang (begrænset til obligationer udstedt af internationale organisationer, hvoraf

15. I en kommissionsbetænkning fra 1949 om afvikling af restriktionerne (vareforsyningsloven og prisloven) konstateredes det, at der "ikke synes at bestå nogen grund til at vanskeliggøre den økonomiske politiks opgave ved også at skulle lade den tage hensyn til sådanne spekulative forskydninger". Det indgik i vurderingen, at kontrol med kapitalbevægelser ikke på samme måde som importkontrol indebærer en beskyttelse og bevarelse af erhvervslivets struktur.

16. I forhold til OECD's kapitalliberaliseringskode muliggjordes de fortsatte restriktioner gennem anmeldte danske reservationer til koden. I forhold til EF-bestemmelserne muliggjordes de gennem overgangsbestemmelser og dispensation.

Danmark var medlem). I maj 1983 skete der en fuldstændig liberalisering for børsnoterede obligationer, og ved den yderligere liberalisering fra januar 1984 blev det tilladt at erhverve udenlandske børsnoterede aktier. Ved den nye valuta-bekendtgørelse af 28. maj 1985 er det tilkendegivet, at den hidtidige restriktive regulering vedrørende erhvervelse af udenlandske ikke-børsnoterede værdipapirer i fremtiden vil blive erstattet af en liberal bevillingspraksis, undtagen for pengemarkedspapirer.

Sammenfatning

8. Der består således nu ingen begrænsninger for handelen ind og ud af Danmark med danske og udenlandske børsnoterede obligationer og aktier og heller ikke væsentlige begrænsninger for handel med ikke-børsnoterede obligationer og aktier.¹⁷⁾ I handelen med værdipapirer over landegrænserne er det derfor nu kun pengemarkedspapirer (papirer med en oprindelig løbetid på under to år), derunder danske statsgældsbeviser, der er underkastet egentlige begrænsninger. I det hele taget retter de tilbageværende danske valutarestriktioner sig nu hovedsageligt mod de helt kortfristede transaktioner, herunder også adgangen til at have indskudskonti i udenlandske pengeinstitutter, der dog ligeledes er blevet udvidet væsentligt ved den seneste liberalisering. Der refterer også visse begrænsninger for pengeinstitutternes mulighed for at have en negativ nettoposition over for udlandet.

I modsætning til f.eks. de importrestriktioner, der refterede i slutningen af 1950'erne før Danmarks indtræden i EFTA, kan det ikke siges at være nogen "tung og beskyttende ende" af valutarestriktioner, der i dag er tilbage. Ligesom det er tilfældet i andre lande, begrænses den finansielle åbenhed over for udlandet dog også i Danmark af den interne lovgivning og øvrige interne regler og forskrifter: Realkreditinstitutterne er enebereftigede til at yde lån mod pant i fast ejendom gennem obligationsudstedelse; pengeinstitutterne er sammen med staten enebereftigede til at henvende sig til

17. Den formelle opretholdelse af kontrollen med ikke børsnoterede værdipapirer hænger formentlig i første række sammen med ønsket om at have kontrol med kapitalbevægelser, der udspringer af skattetænkning, f.eks. placeringer i akkumulerende investeringsforeninger i udlandet.

Tabel II.1 Kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet.

	Nettoindtægt					
	1979	1980	1981	1982	1983	1984 1. halvår
	— Millioner kroner —					
1. Offentlige kapitalbevægelser 1)	5705	10025	8880	25619	17417	-5686
2. Danske direkte investeringer i udlandet	-879	-1108	-1009	-646	-1453	-3071
3. Udenlandske direkte investeringer i Danmark	1180	599	714	1129	582	-169
4. Erhvervsomæssige lån og kreditter:						
a. Finanslån	4990	1600	-1703	-4311	1600	10120
b. Kommercielle lån	2351	1042	201	-123	3225	13923
c. Danmarks Skibskreditfond	715	182	-319	-1065	-1114	-538
d. Dansk Eksportfinansieringsfonds lån til udlandet	-309	-234	-696	-612	-1420	-1420
e. Ansvarlig indskudskapital til danske pengeinstitutter	293	212	1063	-217	-420	1111
5. Øvrige erhvervsomæssige samt ikke-erhvervsomæssige kapitalbetalinger 2)	599	2391	1982	1609	1025	-1946
6. Porteføjeinvesteringer i:						
a. Udenlandske aktier og obligationer m.v.	-36	-66	-124	-788	-589	-1507
b. Danske aktier og obligationer m.v.	3051	-391	635	-425	3465	8872
7. I alt registrerede kapitalbevægelser (1-6)	17660	14252	9624	20170	22318	19689
8. Skøn over ikke-registrerede kapitalbevægelser	-400	-2834	-1626	17	-3308	-2078
9. I alt kapitalbevægelser (7+8)	17260	11418	7998	20187	19010	17611

Noter 1) Incl. Dansk Eksportfinansieringsfonds låntagning i udlandet.
 2) Kapitaltilførsel til de udenlandske partnere i Dansk Undergrunds Consortium er fra og med 1980 flyttet fra "Udenlandske direkte investeringer i Danmark" til "Øvrige erhvervsomæssige samt ikke-erhvervsomæssige kapitalbetalinger".

Årm. Danmarks Nationalbanks årsberetninger, 1981 til 1984, samt valuta-statistisk materiale for 1. halvår 1985 fra Danmarks Nationalbank.

offentligheden efter indskudsmidler etc. I disse forhold vil der i de kommende år ske væsentlige ændringer i kraft af EF-samarbejdet, der som nævnt vil indebære øget integration af de nationale finansielle markeder.

Endelig skal nævnes, at de senere års liberalisering af valutabestemmelserne også har betydet væsentlige udvidelser af adgangen til at terminssikre valutamellemværender (i indtil tre år) og til at afslutte kontrakter, der sikrer mod udsving i både valutakurser og renter (futures- og optionskontrakter). Der kan nu også frit indgås vareterminsforretninger på udenlandske varebørser.

I tabel II.1 er vist en oversigt over udviklingen i nettokapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet siden 1979, fordelt på transaktionstyper. For en belysning af de langt større bruttobevægelser bag bevægelserne i nettotallene henvises til de årlige beretninger fra nationalbanken.

II.2 Pengepolitikken i perioden 1951-1957/58: Stram politik med traditionelle, markeds- konforme virkemidler

*Politikken
dikteret af
valutahensyn*

9. Til forskel fra de fleste andre vesteuropæiske lande prægedes dansk økonomi i denne periode stadig af høj arbejdsløshed (8-10 pct., målt i forhold til arbejdsløshedskassernes medlemstal) og svag økonomisk vækst. Årsagen hertil var ikke mindst en kontraktiv økonomisk politik, derunder en restriktiv pengepolitik. Politikken var motiveret i valuta- og betalingsbalancehensyn og et dermed sammenhængende ønske om at modvirke tendensen til løn- og prisstigning, der trods den høje arbejdsløshed lå på linie med stigningerne i omverdenen.

Betalingsbalanceudviklingen var bl.a. præget af en kraftig, varig bytteforholdsforringelse, udløst i forbindelse med Koreakrigen, og af begyndende vanskeligheder for den dengang relativt langt større landbrugseksport. Valutareerven var i perioder kritisk svag. På et tidspunkt indrappoteredes bevægelser deri derfor dagligt til regeringen. Lånemulighederne i udlandet var begrænsede eller blev i hvert fald poli-

tisk opfattet sådan. Samtidig var nettogælden til udlandet ret høj ved indgangen til 1950'erne (ca. 3 milliarder kr. i daltidens prisniveau, svarende til ca. 12 pct. af bruttonationalproduktet). Trods den høje ledighed blev der derfor ført en så stram politik, at der for perioden som helhed var et væsentligt betalingsbalanceoverskud i kraft af nedpresningen af den indenlandske efterspørgsel. Ved udgangen af 1950'erne havde Danmark ingen udlandsgæld.

*Brevaftalen:
Fast penge-
mængdenorm*

Pengepolitisk blev der i den her nævnte periode anlagt den principielle hovedlinie (i nogle år formaliseret i den såkaldte "brevaftale" mellem regeringen og nationalbanken), at pengemængden i samfundet (den primære pengeforsyning) ikke blot ikke måtte stige, men skulle tilpasses nedad til eventuelle fald i valutabeholdningen. I praksis blev denne hovedlinie dog ikke helt ført igennem.

Til gennemførelse af politikken benyttede nationalbanken først og fremmest de traditionelle pengepolitiske instrumenter, hovedsagelig ændringer i pengeinstitutternes lånemuligheder i nationalbanken samt køb og salg af obligationer (markedsoperationer) til påvirkning af likviditeten og renteforholdene i samfundet. Med hensyn til ændringer i pengeinstitutternes lånemuligheder spillede diskontoændringer den afgørende rolle, idet pengeinstitutterne havde tilnærmelsesvis frie lånemuligheder i nationalbanken til den fastlagte rente/diskonto.

I nøje sammenhæng med denne politik blev der fastsat rammer for, i hvilken udstrækning statens finansieringsbehov som følge af det daværende store statslige engagement i boligbyggeriets finansiering skulle imødekommes ved salg af statsobligationer, respektive ved "monetær finansiering" gennem træk på nationalbanken.

*Udlånsloft
og henstil-
linger*

Herudover blev der i en periode gennemført aftaler mellem nationalbanken og pengeinstitutterne om loft over pengeinstitutternes udlån. I andre perioder søgte nationalbanken ved henstillinger til pengeinstitutterne at påvirke disses udlånspolitik både med hensyn til udlånenes samlede omfang og deres sammensætning. For eksempel henstilledes det, at bankerne fortrinsvis lod udlånene gå til finansiering af eks-

portvirksomhed, medens man skulle være afvisende over for finansiering af afbetalingskøb af varige forbrugsgoder.

Importdeponering

Endelig anvendtes i den her nævnte periode på nogle områder særlige såkaldte importdeponeringsordninger som middel dels til at begrænse importen, og dels til at begrænse den indenlandske likviditet.

Direkte kreditrationering og andre former for egentlig kreditregulering blev ikke taget i anvendelse.¹⁸⁾ Indførelse af variable kasserreservekrav (eller rettere genindførelse heraf, da man havde haft sådanne regler under besættelsen) var ofte på tale, men blev ikke til virkelighed, blandt andet på grund af stærk modstand fra pengeinstitutternes side.

II.3 Perioden 1957/58-1969: Rentestabilisering og ekspansiv pengepolitik

Starten af perioden et økonomisk og politisk vendepunkt

10. I slutningen af 1950'erne bedredes de ydre vilkår for dansk økonomi væsentligt, både i kraft af forbedrede prisvilkår i udenrigshandelen (bytteforholdsforbedring), forstærket international konjunkturopgang og den forbedring af eksportens varestruktur, som den hastige vækst i industrieksporten medførte.

Udviklingen resulterede umiddelbart i en kraftig betalingsbalanceforbedring og lettede således den stærke begrænsning, betalingsbalancehensynet hidtil havde lagt på den økonomiske politik. Det valutariske spillerum for den øko-

18. I "samordningsudvalgets" betænkning fra 1956 ("Samarbejdsproblemer i Danmarks økonomiske politik", Betænkning nr. 154, 1956) betegnedes de nævnte aftaler og henstillinger m.v. vedrørende pengeinstitutternes udlånsvirksomhed dog som en uheldig fremgangsmåde, hvorved markedsmekanismen suppleredes med restriktive kreditbegrænsende foranstaltninger, udøvet af private pengeinstitutter. Anvendelsen af denne praksis ansås i sig selv at være et vidnesbyrd om en betænkelig overbelastning af pengepolitikken. I diskussionen om penge- og kreditpolitikken blev det dengang ofte fremhævet, at bankerne i deres udlånspolitik, helt uanset nationalbankens politik, havde tendens til hellere at afslå i øvrigt tilfredsstillende låneansøgninger end at tilpasse deres ind- og udlånsrenter efter forholdet mellem deres likviditetsposition og låneefterspørgslen. I denne forstand blev der også i 1950'erne talt om kreditrationering.

nomiske politik øgedes ydeligere gennem en ændret holdning til låneoptagelse i udlandet samtidig med, at der nu opstod nye lånemuligheder i udlandet.

Pengepolitisk benyttedes spillerummet til at støtte et investeringsopsving. Men i øvrigt blev der nu både ført ekspansiv pengepolitik og ekspansiv finanspolitik. Samtidig spillede, ud over de forbedrede afsætningsmuligheder i udlandet, antagelig også den treårige arbejdsmarkedsaftale og den forbedring af afskrivningsreglerne, der blev gennemført i 1958, en væsentlig rolle for den kraftige opgangskonjunktur.

Finansiering ved udlands- lån

Under denne konjunkturopgang slog betalingsbalancestillingen snart igen om til underskud på de løbende poster. Låntagningen i udlandet blev herefter af afgørende betydning for, at den ekspansive politik kunne fastholdes. Låntagningen havde både form af statslig og privat kapitalimport. Der gennemførtes ret omfattende liberaliseringer med hensyn til private, indadgående kapitalbevægelser, hvorimod man bevarede stærke restriktioner for udadgående kapitalbevægelser.

Nationalban- kens obliga- tionskøb

I klar modsætning til hovedlinien i 1950'erne pengepolitik prægedes politikken i 1960'erne af store og stigende obligationsopkøb fra nationalbankens side, hvorved pengeforsyningen isoleret set øgedes tilsvarende. Forskydningen i nationalbankens opkøbspolitik hang tildels sammen med, at statsfinanserne nu var slået om til kasseoverskud som resultat dels af konjunkturopgangen, dels af at staten fra 1958 trak sig ud af boligbyggeriets finansiering. Statsfinanserne virkede nu, sammen med underskuddet på den løbende betalingsbalance, likviditetsopsugende, hvorved der blev behov for at tilbageføre likviditet til den private sektor for at finansiere aktivitetsopgangen. Omfanget af nationalbankens obligationskøb bestemtes dog ikke primært heraf, men af, hvad der var nødvendigt for at holde igen på tendensen til rentestigning. Dette førte i perioder til obligationskøb, som gik betydeligt ud over rammerne for den omtalte likviditetsneutralisering. Politisk blev der lagt stor vægt at holde igen på obligationsrenten af hensyn til beskæftigelsen, særlig i bygge- og anlægsgangene.

*Indgreb over
for pengein-
stitutterne
og realkredit-
institutterne*

Politikken førte i perioder til stor likviditet hos pengeinstitutterne, hvorfor der samtidig blev truffet en række foranstaltninger til begrænsning af kreditekspansionen i pengeinstitutterne. Disse foranstaltninger blev særlig omfattende fra midten af 1960'erne, hvor der blev indført særlige (i princippet variable) kasserereservekrav ved aftaler med pengeinstitutterne og rationering af obligationsudstedelsen ved aftaler med realkreditinstitutterne. Et andet vigtigt formål med begge disse forholdsregler var at dæmpe rentestigningen på det organiserede kreditmarked ved begrænsning af låneefterspørgselen på dette marked. Trods meget omfattende defensive obligationskøb fra nationalbankens side havde den øgede samfundsøkonomiske uligevægt (det øgede efterspørgselspres), der havde udviklet sig gennem 1964-65, ført til den indtil da stejleste stigning i det danske renteniveau, nemlig fra et niveau for den effektive obligationsrente på omkring 6 pct. ultimo 1963, til et niveau på omkring 9 pct. medio 1965.

Oblighationsrationeringen blev ophævet igen efter regerings skiftet i februar 1968. Såvel dens indførelse som dens afvikling gav anledning til relativt stærke overgangsforskydninger på obligationsmarkedet. For at modvirke kursvirkningerne heraf foretog nationalbanken betydelige støtteopkøb af obligationer, hvilket igen øgede likviditeten i samfundet, herunder bankernes kassestilling. Likviditetsmæssigt var der derfor ikke nogen særlig bremse på bankernes udlånsekspansion eller på deres obligationskøb. Deponeringen saftalen indebar heller ikke nogen stærk bremse på pengeinstitutternes ekspansion. Dels havde nationalbanken til gengæld for pengeinstitutternes deponeringsforpligtelse på sin side forpligtet sig til at sørge for en passende likviditet i banksystemet; dels fik bankerne og sparekasserne mulighed for at opfylde deres deponeringsforpligtelser i nationalbanken ved deponering af obligationer. Så selv om aftalen måske i et vist omfang holdt udlånsstigningen i tømme, bremsede den ikke for en "oppustning" af pengeinstitutternes balancer via obligationskøb samt deraf afledede indlån og likviditetsstigning hos publikum. I samme retning virkede det, at pengeinstitutterne kunne belåne deres beholdning af værdipapirer - herunder især obligationer - i nationalbanken med op til 100 pct. til en rente, der ofte lå under afkastet af

*Valutakrisen
1969*

de pågældende fordringer.

Da der i begyndelsen af 1969 opstod en alvorlig valutakrise som resultat af både en forværring af den løbende betalingsbalance, rentestigning i udlandet og spekulation i en opskrivning af D-marken,¹⁹⁾ bidrog den da eksisterende rigelige likviditet i samfundet i væsentlig grad til at forstærke krisen. Udover to diskontoforhøjelser på tilsammen 3 pct. (til 9 pct.) medførte udviklingen bl.a., at nationalbanken først ophørte med at støtte obligationsmarkedet i hidtidigt omfang og senere trak sig helt ud af markedet, idet det samtidig blev tilkendegivet, at fremtidige obligationskøb alene ville afhænge af den ønskelige likviditetsudvikling, ikke af renteovervejelser. Obligationsrenten lå ved udgangen af 1969 omkring 1.5 pct. højere end året før.

I de følgende år gennemførtes en fortsat tilpasning af både mål og midler i pengepolitikken, hvorunder der blev lagt hovedvægt på de eksterne målsætninger - betalingsbalancetilpasning, finansiering af betalingsbalanceunderskuddene og refinansiering af den kumulerede gæld til udlandet - i de situationer, hvor ydre og indre mål stred mod hinanden. Dette blev netop i stigende grad tilfældet op gennem 1970'erne.

**II.4 Perioden fra 1969 og frem til de senere år:
Eksternt orienteret pengepolitik under stærkt
internt pres og med stærk rentestigning**

*Visse paralleller til re-
gulerings-
politikken i
Norge og
Sverige*

11. Perioden er i pengepolitisk henseende karakteriseret ved, at der i betydeligt omfang blev anvendt kvantitative og andre former for restriktioner, i øvrigt med hurtig udskiftning af de anvendte midler. Perioden er herved den, der i Danmark kommer nærmest til kreditreguleringspolitikken i Norge og Sverige. Der har dog også i den periode, hvor vægten i pengepolitikken således også i Danmark blev lagt over på instrumenter af kvantitativ karakter, været klare forskelle over til den tidligere norske og svenske politik: Først og

19. Selv om der fortsat opretholdtes en række restriktioner for især de udgående kapitalbevægelser, var en omfattende kapitaludstrømning mulig blandt andet i forbindelse med forskydninger af betalingsterminerne for de liberaliserede løbende transaktioner i udenrigsøkonomien.

fremmest har det i Danmark været et hovedformål at holde renten højere end i omverdenen (især for at tilskynde virksomhederne til låntagning i udlandet), medens politikken i Norge og Sverige har haft det modsatte sigte. Dernæst har omfanget af egentlig selektiv kreditpolitik været mindre i Danmark end i de to andre lande. Placeringsregler for institutionerne på penge- og kapitalmarkedet med deraf følgende særbeskatning af disse, jfr. ovenfor, har ikke været taget i anvendelse i Danmark.

*Politikkens
baggrund: De
store balance-
problemer*

Såvel pengepolitikken som den øvrige økonomiske politik i denne periode skal i øvrigt vurderes på baggrund af de meget kraftige forskydninger, der fandt sted i både de realøkonomiske og de finansielle forhold. Den lange ekspansionsperiode siden 1958 fortsatte indtil 1973/74, nu som en kraftig, inflationær højkonjunktur med klar uligevægt over for udlandet. Fra 1974/75 blev ekspansionen brudt af den første oliekrise og den økonomisk-politiske reaktion herpå i omverdenen i form af opbremsninger i en række af de store olieimporterende lande. Med undtagelse af 1975/76 (den midlertidige momsnedsettelse) blev væksten nu væsentligt lavere end tilvandt.²⁰⁾ Arbejdsløsheden steg kraftigt, også som følge af en stærkt øget tilgang til arbejdsmarkedet. En væsentlig og afgørende ændring i den pengepolitiske problemstilling skete med omsvinget fra overskud på statsfinanserne til store underskud som følge af de stærkt stigende udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse m.m., kombineret med en betydelig skatteenedsættelse. Staten måtte herved optage indenlandske statslån for første gang siden slutningen af 1950'erne, bortset fra et par mindre præmieobligationslån, der var blevet optaget i forbrugsbegrænsede øjemed. I slutningen af 1970'erne skærpedes vanskelighederne ved den 2. oliekrise. Penge- og rentepolitisk kulminerede vanskelighederne i fjerde kvartal 1982, da kapitaludstrømning og statsbankerotdiskussion bragte den lange rente op i 22 pct. trods visse lempelser i pengepolitikken i den mellemliggende tid.

Aftalesystemet

12. Grundstammen i penge- og kreditpolitikken i den her

20. I 1975/76 skete der også på trods af udlånsloftet en betydelig stigning (17 pct.) i pengeinstitutternes udlån, muliggjort ved "elastik" i udnyttelsesgraden for lånetilsagnene.

betragtede periode var et system af frivillige aftaler mellem nationalbanken på den ene side og institutterne på det organiserede penge- og kapitalmarked på den anden side. Ved "Lov om regulering af kreditformidling" af oktober 1973 blev der givet regeringen og nationalbanken adgang til at fastsætte bestemmelser om udlånsloft, kassebindingsregler og selektiv kreditpolitik, idet det dog samtidig blev fastslået, at loven i videst muligt omfang skulle vige for aftaler mellem nationalbanken og pengeinstitutterne. Loven har aldrig været bragt direkte i anvendelse, men har tænkeligtvis styrket nationalbankens forhandlingsposition under forhandlingerne med institutterne om frivillige aftaler.

Udlånsloft

Den tidligere omtalte aftale om deponering i nationalbanken af en vis del af pengeinstitutternes indlånsfremgang blev i marts 1970 erstattet af en aftale om et midlertidigt udlånsloft (maksimum for kreditbevillinger), fastlagt for den enkelte bank eller sparekasse ud fra forholdene i 1969. Selv om aftalen som nævnt var tænkt som midlertidig, var udlånsloftet i sin oprindelige form - som loft for de enkelte pengeinstitutter - i kraft frem til 1980, med halvårlige forhøjelser. I 1980 ophævedes det som et individuelt gældende loft, men frem til juni 1985 har der fortsat været fastlagt rammer for den samlede udlånsstigning i henholdsvis banker, sparekasser og andelskasser. Fra juni 1985 er man vendt tilbage til en deponeringsaftale med en vis lighed med den oprindeligt gennemførte.

Udover at fungere som bremse på den totale kreditudvidelse havde udlånsloftet også det formål at presse erhvervenes låntagning til udlandet - udover den tilskyndelse hertil, som den danske merrente indebar - og derved bidrage til finansiering af betalingsbalanceunderskuddet. Som nævnt var der allerede i 1968 blevet gennemført en væsentlig liberalisering af valutarestriktionerne, idet der blev givet adgang til optagelse af finanslån i udlandet.

Indgreb i rentedannelsen

Bl.a. som følge af, at udlånsloftet skabte mulighed for en højere udlånsrente i pengeinstitutterne end ellers, suppleredes det i løbet af 1970'erne med forskellige lov- og aftalemæssige indgreb i rentedannelsen i pengeinstitutterne (herunder rentemarginalloven, der var gældende fra 1975 til

1979). Hovedtendensen var dog en markedsbestemt rentedannelse bortset fra de begrænsninger i markedsmekanismen, der fulgte af indgrebene over for låntagningens omfang.

Dette afspejlede sig bl.a. også gennem det nye system for nationalbankens udlån til bankerne (lånerammesystemet), der blev indført i 1975. Hovedtrækkene i dette system, der brød med bankernes tidligere ret frie adgang til at låne i nationalbanken til forholdsvis lave renter, var en kvartalsvis - senere månedsvi - fastsættelse af samlede lånerammer for bankerne ud fra et skøn over de øvrige likviditetsbestemmende faktorer, en udmåling heraf til det enkelte pengeinstitut ud fra dets egenkapital samt en inddeling af rammerne i "trancher" med progressivt stigende forrentning. Lånerammesystemet har indtil fornylig (august 1985) været nationalbankens vigtigste likviditetspolitiske instrument. Som nedenfor omtalt er det imidlertid nu afviklet til fordel for en mere fleksibel regulering af likviditetsforholdene, baseret på nationalbankens udstedelse af særlige indlånsbeviser, som sælges til pengeinstitutterne, og som dels kan belånes i nationalbanken, dels omsættes pengeinstitutterne imellem.

Reguleringen af realkredit

13. Der skete i 1970'erne også betydelige indgreb over for realkredit. Ved realkreditloven fra 1970 gennemførtes, udover en strukturrationalisering blandt realkreditinstitutterne, dels en nedsættelse af lånegrænserne, dels en forkortelse af løbetiderne for realkreditlån;²¹⁾ men i øvrigt hvilede realkreditreformen på princippet om fri låneadgang til det organiserede kapitalmarked. Ved de første aftalemæssige reguleringe, der blev etableret efter forhandlinger mellem regeringen, nationalbanken og realkreditrådet, skete der ingen ændringer i selve dette princip, men alene en begrænsning af den enkelte låntagers mulighed for at få sine lånebehov opfyldt i hidtidigt omfang. Det drejede sig om begrænsning af obligationsudbuddet gennem nedsættelse af vurderingsgrundlaget for nye ejendomme, senere fulgt op af absolutte låneloft, differentieret geografisk og efter ejendomskate-

21. Det forhold, at den reale løbetid for lånene ved traditionelle låneformer afkortes drastisk under inflation og inflationspåvirket rente, var der dengang kun ringe opmærksomhed om.

gorier, samt af prisstop for værdiansættelserne for alle lån. Hertil kom, at den effektive belåningsadgang faldt som følge af rentestigningen, idet der dengang ikke var adgang til kontantlån. En egentlig systemændring, der i princippet brød med den frie låneadgang, skete imidlertid med indførelsen af kvoteordningen for realkreditinstitutternes samlede udlån 1975. I hovedsagen fik dette dog kun betydning for tillægslångivningen i beboelsesejendomme, hvor kvoteordningen fik et meget restriktivt indhold samtidig med, at denne del af realkrediten også i særlig grad blev berørt af de ovenfor nævnte begrænsninger. En betydelig del af ejerskiftefinansieringen blev derfor nu overtaget af pantebrevsmarkedet, jfr. nedenfor. Herudover fik genindførelsen af obligationsrationeringen ikke større praktisk betydning, da den forudsætningsvist skulle administreres således, at der ikke opstod kødannelser.

Restriktionernes afvikling

Med baggrund i konjunkturafmatningen, byggekrisen og landbrugskrisen 1979-80 blev der i løbet af 1980 foretaget en relativ lempelse af pengepolitikken og en vis nedprioritering af de eksterne hensyn. Som led heri blev kvoteordningen for obligationer ophævet, for tillægslåns vedkommende dog først fra udgangen af 1981. (De ovenfor nævnte begrænsninger i den enkelte debtors maksimale låntagning var blevet ophævet i flere tempi frem til 1978). Samtidig indførtes kontantvurderinger. Der gennemførtes i øvrigt i begyndelsen af 1980'erne en kraftig forhøjelse af de effektive lånegrænser i realkreditinstitutterne, specielt også af ejerskiftelånegrænserne, hvorefter realkreditsystemet i dag fungerer friere end længe. Fra 1982 har realkreditinstitutterne kunnet tilbyde indeksregulerede lån.

Lempelsen i pengepolitikken i 1980 og den følgende tid fandt ligeledes udtryk i, at loftet over det enkelte pengeinstituts udlån som tidligere nævnt blev ophævet i 1980, ligesom der blev foretaget en udbygning af de forskellige rentesubsidieringsordninger m.v. for erhvervene. Samtidig skete der også i de første år i 1980'erne en stigende udnyttelse af disse særlige finansieringsordninger (K-lån, skibskredit og eksportkredit, visse særlige støtteordninger for landbruget).

Suspensionen af låneloftet ledsagedes dog af indførelsen af en generel ramme for stigningen i pengeinstitutternes udlån, hvis administration blev strammet i november 1981. Samtidig blev der fra nationalbankens side ført en skærpet likviditetspolitik. Under valutakrisen i efteråret 1982 suspenderedes lånerammesystemet midlertidigt. Nationalbanken valgte i stedet for en tid at tilføre banksystemet nødvendig likviditet over interbankmarkedet til relativt høje renter.

Indskrænkningen af subsidierne

Den senere udvikling har, som også omtalt i kapitel IV, bl.a. indebåret en indsnævring af subsidieelementet i forbindelse med de nævnte særlige finansieringsordninger, idet rentefordelen herved er blevet reduceret i sammenhæng med rentefaldet. K-låneordningen blev ophævet i slutningen af 1984.

Etableringen af pengemarkedet

14. Som et væsentligt træk i den kreditpolitiske udvikling i 1970'erne skal endelig nævnes etableringen af et egentligt pengemarked (marked for korte værdipapirer) i begyndelsen af perioden. Det skete med baggrund i den nye statsfinansielle situation, der forelå med ændringen af statsbudgettet fra kraftigt overskud til kraftigt underskud. Likviditetsmæssigt blev statsfinanserne nu stærkt ekspansive, og en (hel eller delvis) neutralisering af denne virkning gennem modgående salg af statsobligationer blev nødvendig bl.a. også for at undgå de rentesænkende virkninger, budgetunderskuddet ellers ville have, i hvert fald på kort sigt. Af flere grunde blev denne modgående likviditetsopsugning delvist foretaget ved udstedelse af statsobligationer med kort løbetid, som sammen med bl.a. indlansbeviser fra nationalbanken blev grundstammen på det nye pengemarked.

Etableringen af markedet for korte fordringer har bl.a. betydet forbedrede muligheder for hurtigt gennem rentetilpasninger at tilskynde til udenlandsk finansiering, derunder også for at gøre placering i korte indenlandske papirer til et fordelagtigt alternativ til afvikling af erhvervsmæssig gæld til udlandet.

I de første år efter introduktionen af statspapirer med kort løbetid var det også et væsentligt motiv at foretage en så kraftig likviditetsinddragelse ved salg af korte papirer, at der

blev mulighed for en vis støtte til markedet for realkreditobligationer og dermed for at modvirke opdrift i den lange rente. Forsøget på en "rentetwist" blev dog ret hurtigt opgivet igen, bl.a. som følge af pres på kronen i 1976.

II.5 Sidevirkninger af reguleringspolitikken

Klare negative bivirkninger

15. Medens det er vanskeligt at få sikre holdepunkter for en vurdering af kreditrationeringens virkninger på likviditets- og renteforholdene m.v. og af dens reale makroøkonomiske virkninger, står det klart, at reguleringen havde en række utilsigtede virkninger, hvoraf flere må karakteriseres som negative ud fra effektivitets- og velfærdsmæssige synspunkter. Samtidig frembød udviklingen flere eksempler på, hvorledes indgreb på eet område relativt hurtigt nødvendiggjorde indgreb på andre områder for at bevare regulerings effektivitet.

At virkningerne var utilsigtede var ikke ensbetydende med, at de var uforudsete. I øvrigt må vurdering af 1970'ernes økonomiske politik, herunder de nedenfor omtalte virkninger, som nævnt ske på baggrund af de særligt store samfundsøkonomiske problemer i 1970'erne, og de særligt store vanskeligheder, der i det hele taget var ved at føre økonomisk politik i denne periode. Samtidig var vægtfordelingen mellem pengepolitikken på den ene side og finans-, indkomst- og valutakurspolitikken på den anden side således, at pengepolitikken nu for alvor kunne siges at være overanstrengt.²²⁾

Pantebrevs-markedets vækst

16. Som den formentlig væsentligste sidevirkning skal nævnes, at restriktionerne for realkreditgivning som også berørt ovenfor relativt hurtigt medførte, at en betydelig del af ejerskiftefinansieringen blev overtaget af pantebrevsmarkedet til den der gældende noget højere rente. Pantebrevs-markedet undergik samtidig en organisering gennem formidlingsvirksomhed og garantistillelse fra pengeinstitutter og forsikringsselskaber. Garantistillelsen ophørte dog mere el-

22. Jfr. herved også afsnittet "Tilbageblik på den økonomiske politik i Danmark siden første olieprishok" i Dansk Økonomi, december 1983.

ler mindre, da konjunkturtilbageslaget 1979/80 førte til misligholdelse af debitorforpligtelserne i mange tilfælde. Forskydningen af realkreditte fra det organiserede over mod det uorganiserede kapitalmarked skabte i denne periode vanskeligheder for ejendomsomsætningen og dermed mobiliteten på arbejdsmarkedet, bl.a. fordi misligholdelse eet sted i systemet havde tendens til at udløse snebold - eller domino-effekter andre steder i systemet.

En særlig virkning af restriktionerne for realkreditfinansieringen var, at forsikringsselskaber og pensionskasser i betydeligt omfang gik direkte ind i finansieringen både af ejerskifter og nybyggeri. Dette medførte igen, at aftalesystemet om reguleringerne i 1979 blev udstrakt til også at omfatte disse investorer.

Omgåelsesmuligheder

De tidlige restriktioner på realkreditområdet, hvorigenem det tilstræbtes at lægge loft over den enkelte låntagers mulighed for at få opfyldt sit lånebehov, synes i øvrigt at have haft den virkning dels at skabe et opadgående pres på de af bygherrerne anmeldte anskaffelsessummer, dels også at skabe en opadgående tendens i vurderingsapparatets bedømmelse af anskaffelsespriserne og en vis konkurrence om lånevurderingerne.

Markedslån

Inden for pengeinstitutternes område bidrog udlånsloftet til, at pengeinstitutterne gik ind i etablering af såkaldte markedslån - dvs. lån, der blev ydet direkte fra virksomheder med overskudslikviditet til virksomheder med lånebehov, men blev formidlet af pengeinstitutterne og eventuelt med disses garanti ("lån uden om bankbalancerne"). Også skadesforsikringsselskaberne medvirkede ved garantistillelse.

Neutralisering af konkurrencen?

Et hyppigt fremført kritikpunkt både mod udlånsloftet for pengeinstitutterne og mod kvoteringen af den organiserede del af realkreditgivningen var, at restriktionerne virkede struktur-konserverende på kreditmarkederne ved at neutralisere konkurrencen mellem institutterne og herunder fjerne incitamentet til at gøre låntagningen billigere og hurtigere. Der er dog vanskeligt at få sikre holdepunkter for, hvor berettiget denne kritik var. Samtidig var det også et ofte fremført kritikpunkt, at bankerne efter ophævelsen i 1973 af den

siden 1935 bestående aftale om indlånsrenten konkurrerede på indlånsrenten og under udlånsloftet kunne vælte de højere renteudgifter over på udlånsrenten. Kritikken førte efter ophævelsen af rentemarginalloven til, at der først ved en aftale blev lagt loft over indlånsrenten for særlig store indskud (aftaleindskud) og senere i stedet blev indgået en aftale om maksimum for den gennemsnitlige udlånsrente.

II.6 En ny fase i pengepolitikken - eller noget mere?

17. Der er flere tegn på, at dansk pengepolitik gradvist gennem de senere år er kommet ind i en ny fase, der er kvalitativt forskellig fra nogen tidligere i efterkrigstiden.

*Lempelse uden
sidestykke i
nyere tid*

For det første er der i denne periode gennemført en lempelse, der savner sidestykke i henseende til både omfang og varighed i nyere dansk historie. Den lange obligationsrente er reduceret med 10-12 procentpoints siden rekordniveauet i 1982; faldet er koncentreret omkring slutningen af 1982, de første måneder af 1983 og den forløbne del af 1985, mens perioden fra foråret 1983 til årsskiftet 1984/85 var præget af fluktuationer i intervallet 13-15 pct. Også når man ser på indikatorer for likviditetsudviklingen, bekræftes indtrykket af et pengepolitisk omslag; pengeforsyningen var, uanset om der anvendes en snæver definition - primære betalingsmidler og anfordringsindskud i pengeinstitutterne - eller en bredere, der også omfatter opsigelsesindskud, medio 1985 godt og vel en halv gang så stor som primo 1983, svarende til en gennemsnitlig årlig vækst på ca. 20 pct.. Mens det f.eks. i slutningen af 1970'erne blev betragtet som normalt og tilsigtet for et land med betydeligt løbende betalingsbalanceunderskud at lægge en vis bremse på aktiviteten ved kun at lade pengemængden vokse nogenlunde i underkanten af stigningen i de samlede pengeindkomster, er pengemængden over den her nævnte periode forøget omkring dobbelt så hurtigt som pengeindkomsterne.

*Stort set
fri kapi-
talimport*

18. For det andet er der sket en markant ændring i rammerne for dansk pengepolitik gennem den stedfundne liberalisering af valutabestemmelserne, der er nærmere omtalt ovenfor, og på det sidste også i den måde, hvorpå den in-

denlandske pengepolitiske styring tilrettelægges. Udviklingen i valutabestemmelserne indebærer, at der nu er praktisk taget fuld frihed for kapitalimporten; de væsentligste nye skridt i 1983-85 har været afkortningen af minimumsløbetiden for finanslån fra fem til eet år og genåbningen af markedet for danske statspapirer for valutaudlændinge. I forbindelse med afsvækkelsen af forventningen om devalueringen af den danske krone inden for EMS indebærer valutaliberaliseringen, at den danske rente - med forbehold for transaktionsomkostninger, ufuldkommen information og forskelle i administrative regler for etablering m.m., der endnu indebærer en vis skjult beskyttelse mod international konkurrence - i fremtiden vil være langt tættere bundet til udviklingen på de udenlandske markeder, dvs. især det dominerende EMS-land, Forbundsrepublikken, og U.S.A. Det har ikke længere nogen mening i denne situation at have målsætninger for traditionelle indenlandske pengepolitiske "mellemløb". Pengemængden er under den nuværende struktur helt overvejende markedsbestemt, og det ville heller ikke have nogen større virkning på den indenlandske aktivitet at opstille normer for stigningen i de direkte udlån, således som det skete i perioden 1970-80 for det enkelte pengeinstitut og siden da for samtlige pengeinstitutter under eet; efter liberaliseringen af finanslånene er lån på Eurokronemarkedet blevet et næsten fuldstændigt substitut for indenlandske lån.

Nye instrumenter

19. For det tredje er også det indenlandske instrumentarium blevet radikalt fornyet i forlængelse af den her omtalte udvikling. Den tidligere styring har som nævnt haft udlånsloftet og lånerammesystemet som grundpiller, men begge er afskaffet pr. 1. juli, hhv. 1. august 1985 og afløst af milde retningslinier for indlånenes vækst og salg af indlånsbeviser fra nationalbanken til pengeinstitutterne, jfr. nationalbankens pressemeddelelse af 19. juni og 11. juli 1985. Mens banken hidtil har tilstræbt at fastholde pengeinstitutterne i en betydelig nettogæld samt at fastholde månedsvise rammer for låntagning i banken, svarende til en andel af det enkelte pengeinstituts egenkapital, er man i løbet af sommeren 1985 ved at eliminere den hidtidige gæld gennem en reduktion i nationalbankens løbende salg af statspapirer. Pengeinstitutternes placering af kortfristet likviditet vil her-

efter drejes over mod nationalbankens nye indlånsbeviser med indtil 3 1/2 måneders løbetid; disse vil være omsættelige pengeinstitutterne imellem, og de vil kunne belånes i nationalbanken til en dagligt af banken fastsat rente. Det må forventes, at denne rente også i praksis bliver bestemmende for pengemarkedsrenten, der er blevet brugt som et supplerende instrument til lånerammesystemet. Efter en kort overgangsperiode vil niveauløftet i pengeinstitutternes likviditet og de nye beviser overflødig gøre den hidtidige låneadgang under rammerne.

*Vurdering af
de nye in-
strumenter.*

20. Der er ifølge sagens natur for tidligt at vurdere, hvorledes det nye system vil virke, når overgangsfasen er overstået. Formandskabet er enig i den tilsyneladende udbredte opfattelse blandt iagttagere af de finansielle markeder, at reformen er en i lyset af den øvrige udvikling, især i valuta-bestemmelserne, ønskelig ajourføring, og at den i princippet skulle give rimeligt smidige muligheder for at tilpasse den korte rente løbende med henblik på gennem pengeinstitutternes dispositioner at påvirke kapitalimporten. I første omgang har problemstillingen være at indsnævre rentespændet til udlandet yderligere med den konsekvens, at incitamenterne til kapitalimport afdæmpes. Hensigten understreges også af udformningen af retningslinierne for indlånsvæksten. Det tilstræbtes ved ordningens indførelse fra bankens side, at det enkelte pengeinstituts indlånsvækst (eksklusive de skattebegunstigede indlån) for 12 måneders perioden op til ultimo juni 1985 ikke oversteg 14 pct., med deponering af 20 pct. af eventuelle overskydende indlån; nationalbanken vil normalt forrente eventuelle deponeringer med pengemarkedssatsen, men forbeholder sig ret til at sætte en lavere sats, således at ordningen ville komme til at indeholde et strafelement. Der er i øvrigt tilkendegivet, at den tilstræbte stigningstakt i indlånene gradvis skal nedsættes til 10 pct. pr. ultimo oktober 1985.

Det er næppe muligt på nuværende tidspunkt at sige andet om de seneste pengepolitiske nydannelser end, at de repræsenterer en til den reelle situation afpasset styring af pengemængden, samt at instrumenterne klart er forskudt fra mængdemæssige reguleringer - i form af lånerammerne og tidligere udlånsloftet - i retning af tilskyndelser gennem

mere markedskonforme midler, dvs. nationalbankens fastsættelse af lånerenten for indlånsbeviser og pengemarkedsrenten. Nyorienteringen vil tendere mod at dæmpe pengeinstitutternes i de senere år meget store køb på obligationsmarkedet og vil bidrage til at afskærme dette lidt bedre fra udsving i banklikviditeten end det hidtidige system. Men ingen bør have illusioner om, at det kommende instrumentarium er noget stærkt værn til afskærmning fra de påvirkninger, der kommer fra internationale finansielle markeder. En gunstig langsigtet virkning af reformen skulle endvidere være at fremme konkurrence og effektivitet i pengeinstitutssektoren.

Totalt regimeskifte

21. Alt i alt udgør den faste valutakurs, liberaliseringen af valutabestemmelserne og overgangen til mere markedskonform indenlandsk styring et hele, der er så væsentligt forskelligt fra situationen før 1983, at det er berettiget at tale om ikke blot en ny fase, men et egentligt nyt regime. Den meget begrænsede autonomi, der er tilbage til at anvende de pengepolitiske instrumenter, må fremover anvendes til at påvirke kapitalbevægelsernes omfang, jfr. dog de supplerende overvejelser i kapitel VI.

At dansk pengepolitik må indrettes efter eksterne hensyn er naturligvis ikke noget nyt, jfr. gennemgangen af dansk pengepolitisk historie i efterkrigstiden ovenfor. Men i de hidtidige perioder med en ekstern orientering, har denne så at sige haft to dimensioner. Et løbende betalingsbalanceunderskud tilskyndede de pengepolitiske myndigheder til gennem indenlandsk likviditetsopsugning og rentestigninger dels at beskytte valutareserverne ved at tilsikre en tilstrækkelig nettokapitalimport, dels at nedbringe det løbende underskud gennem en afdæmpning af den indenlandske efterspørgsel. Det har altid givet anledning til overvejelser, om man effektivt kunne opnå begge disse mål samtidig; jo mere hensigterne med at fremme låneoptagelse i udlandet blev opfyldt, desto mere svækkedes den også tilsigtede dæmpende virkning på den indenlandske aktivitet og dermed den mere fundamentale betalingsbalancetilpasning. Normalt kunne der findes et kompromis, men i al fald ved to tidligere lejligheder kom signalerne i indbyrdes konflikt:

I 1973 skete der efter EF-tilslutningen en så voldsom stigning i den private kapitalimport, at selv ikke en væsentlig stigning i det løbende betalingsbalanceunderskud kunne forhindre en betydelig likviditetsudvidelse via de udenlandske betalinger. Man valgte dengang at prioritere tilpasningshensynet højest og derfor stramme pengepolitikken, hvilket valutarestriktionerne, måske skærpet af valutakursforventningerne, gav mulighed for. Samtidig blev det gjort vanskeligere at optage finanslån i udlandet.

Udviklingen i 1979 er et andet eksempel på, hvorledes kapitalimport kan give anledning til problemer for den indenlandske rente - og likviditetsstyring. Renten var her bragt temmelig højt op ved stram pengepolitik, indrettet på at finansiere betalingsbalanceunderskuddet. Den høje rente i forbindelse med den positive bedømmelse af kronen som følge af Danmarks deltagelse i det nye europæiske valuta-samarbejde (EMS) gav omkring årsskiftet 1978/79 anledning til, at udenlandske investorer kraftigt forøgede deres anbringelser i højt forrentede kroneobligationer. Også dengang valgte man at fastholde en stram pengepolitik. I forbindelse hermed blev valutaudlændinges adgang til køb af danske statsobligationer midlertidigt suspenderet.

Mens man i begge de to nævnte faser fra 1970'erne havde mulighed for at vælge at fastholde nedbringelse af det løbende betalingsbalanceunderskud som det overordnede mål, er en sådan afvejning ikke mulig i 1985. Man er ikke længere i stand til at stramme pengepolitikken ved generel likviditetsinddragelse og rentestigninger ved i øvrigt uændret økonomisk politik, fordi dette helt overvejende ville blive undermineret af øget kapitalimport. Pengepolitikken har i den nuværende fase som helt dominerende opgave at påvirke omfanget af den private kapitalimport - men hertil er den også blevet mere effektiv end hidtil som følge af den større rentefølsomhed i en situation med fast valutakurs og liberaliserede kapitalbevægelser.

*Kunne det
være sket
tidligere?*

22. I flere af de følgende kapitler søges den hidtidige danske pengepolitik med dens høje nominelle (og reale) rentesatser og betydelige rentespænd over for udlandet nærmere analyseret, jfr. kap. IV, V og VI. Nærværende kapitel skal afslut-

tes med nogle kortfattede betragtninger om, hvorvidt en politik som den nuværende havde været mulig i de tidligere faser, hvor der opstod et dilemma i forbindelse med pengepolitikens dobbelte funktion: at bistå ved finansieringen af et betalingsbalanceunderskud, men samtidig medvirke til at nedbringe dette. Kunne man tidligere have taget den pengepolitiske risiko at introducere det nuværende liberale regime?

Til belysning af denne problemstilling er det af interesse at bemærke, at nationalbankdirektøren allerede i en artikel i 1978 ²³⁾ var inde på den tanke, at nationalbanken i stedet for den faktisk førte politik måske burde have ført en mindre stram politik for derved at fremtvinge en betalingsbalancetilpasning gennem en fastere finans- og indkomspolitik. Til begrundelse nævntes netop, at pengepolitikens relative succes med at sikre finansieringen af de løbende underskud og opretholde Danmarks kreditværdighed i udlandet vanskeliggjorde skabelsen af politisk forståelse for de nødvendige tilpasninger i andre dele af den økonomiske politik.

Tankegangen om, at fald i valutareserverne som følge af en mere lempelig pengepolitik kunne have været en mekanisme til omlægning af den økonomiske politik i en retning, der til lagde nedbringelse af betalingsbalanceunderskuddet større vægt, afvistes dog i den nævnte artikel, fordi en pengepolitisk lempelse i 1970'erne hurtigt ville have ført til kaotiske forhold på valutamarkedet som følge af de dengang relativt lave danske valutareserver. I den sammenhæng henvistes også til erfaringerne med voldsom kapitaleksport efter likviditetsudpumpningerne i 1968 og 1975.

Den aktuelle tilstand adskiller sig kvalitativt fra disse tidligere faser i to henseender. For det første er lempelsen af dansk pengepolitik i den seneste fase kommet "udefra"; den er en markedsmæssig reaktion hos valutaindlændinge og -udlændinge på en strammere finans- og indkomspolitik i kombination med fastkurspolitik og liberalisering af valutabestemmelserne og ikke en lempelse gennem de inden-

23. Erik Hoffmeyer og Leif Hansen: "Danish Monetary Policy During the Last Decade", tidsskriftet Kredit und Kapital, no. 2, 1978.

landske pengepolitiske instrumenter. For det andet er valutareserven nu absolut set væsentligt større end i de tidligere faser; om den også er det i forhold til de potentielle kapitalbevægelser er mere tvivlsomt.

De følgende kapitler, især IV og VI, diskuterer nærmere følsomheden i kapitalbevægelserne og det pengepolitiske spillem på længere sigt i den nye epoke af international finansiel åbenhed i dansk økonomi, ligesom de økonomisk-politiske implikationer vurderes i kapitel VIII.

Kapitel III

Træk af kreditmarkedsforholdene og den førte kreditpolitik m.v. i andre lande

1. Som omtalt er det især den kreditpolitik, der har været ført i Norge og Sverige, der har dannet mønster for debatten om en alternativ politik her i landet. I det følgende skal der derfor gives en relativt indgående belysning af udviklingen i kreditmarkedsforholdene og kreditpolitikken i disse to lande samt Finland. Noget mere summarisk og sporadisk omtals dernæst de tilsvarende forhold i dels de store europæiske lande, dels små åbne europæiske økonomier, hvor forholdene kan siges at være af særlig interesse fra dansk synspunkt.

Ved beskrivelsen er der lagt vægt på også i brede træk at belyse valutarestriktionerne og deres udvikling i de forskellige lande.

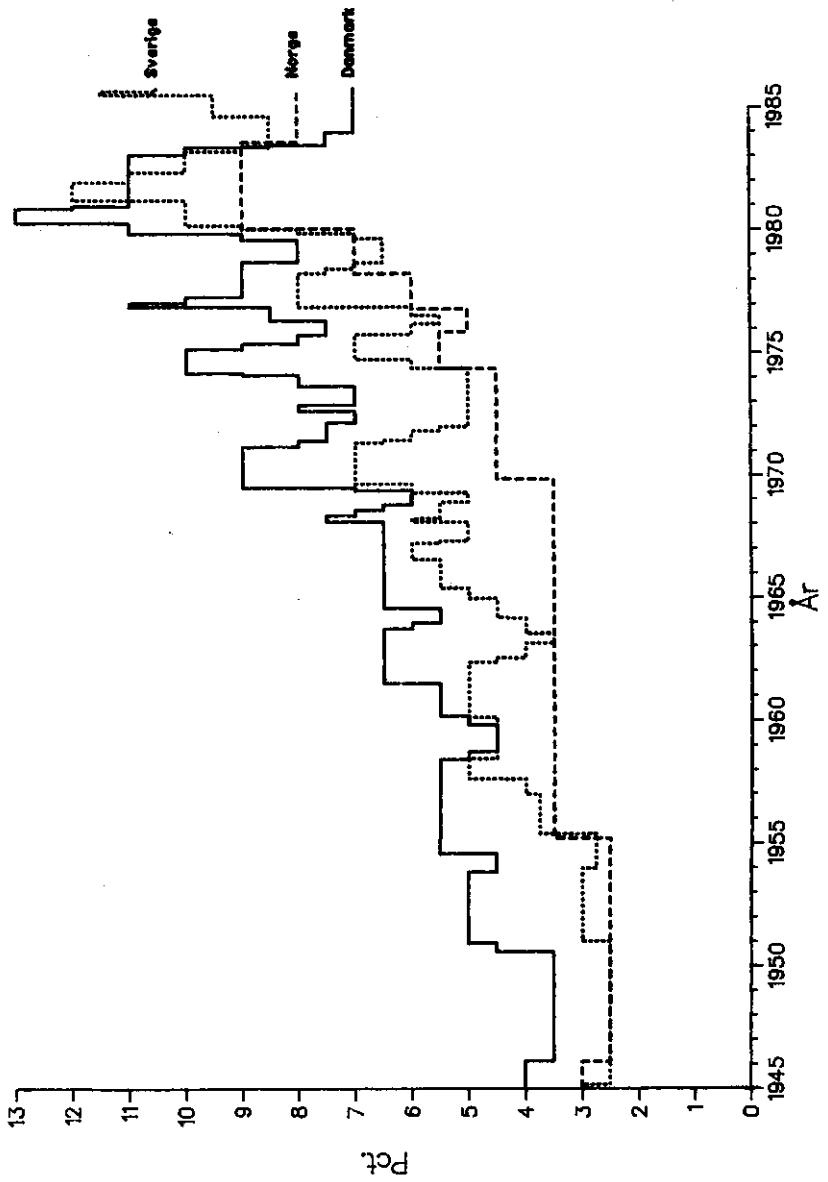
III.1 Norge

Lavrente- politikken og dens baggrund

2. I efterkrigstiden og langt op i 1970'erne var det et hovedmål for den kreditpolitik, der blev ført i Norge, at holde renteniveauet lavt og stabilt, uafhængigt af, hvad renten var i udlandet, og af den indenlandske konjunktursituation. Udviklingen er illustreret i figur III.1, der sammenligner bevægelserne i den norske diskonto med den tilsvarende udvikling i Sverige og Danmark.

Lavrentepolitikken var motiveret i både vækstmæssige, resourcefordelingsmæssige (prioritering af erhvervsinvesteringer og boligbyggeri, egnsudviklingshensyn m.v.), konjunkturmæssige og indkomstfordelingsmæssige hensyn. Oprindeligt spillede også hensynet til at opnå en lav forrent-

Figur III.1: Diskontoen i de nordiske lande 1945-85.



ning af statsgælden en rolle.

Med den bevidste reduktion eller undladelse af brug af rentevariationer som virkemiddel i den økonomiske politik måtte den kreditpolitiske styring i stedet antage karakter af kreditrationering. Som følge af rentepolitikken har der for det meste været en større eller mindre kø af projekter, der ikke har kunnet realiseres på grund af manglende kredit (eller kun har kunnet realiseres over "det grå marked", jfr. nedenfor).²⁴⁾

*Hovedelementer
i det norske
regulerings-
system*

Alle vigtigere udlånsrentesatser i pengeinstitutterne og ved udlån fra forsikringselskaber m.v. blev i den her omtalte periode administrativt fastsat. Ligeledes var obligationsmarkedet underkastet en vidtgående regulering både med hensyn til renten, ved regulering af adgangen til at optage obligationslån (emissionskontrol) og regulering af efterspørgslen gennem pålæg til banker og livsforsikringselskaber m.v. om køb af obligationer til en fastlagt rente (placeringspligt). Der forekom ifølge Norges Bank stort set ikke køb af obligationer, som ikke skyldtes placeringspligt eller anden politikbestemt efterspørgsel. Et marked for omsætning af eksisterende (ikke-nyudstedte) obligationer (såkaldt "andenhåndsmarked") eksisterede ikke. Private borgeres obligationskøb var i det væsentlige begrænset til præmieobligationer og visse andre obligationer med skattebegunstigelse.

Långivningen til såvel boligformål som en række udvalgte erhvervsformål m.v. sker i øvrigt i Norge for en meget stor del gennem et system af specialiserede statsbanker, oprettet med det formål at give rentebegünstigede lån til afgrænsede grupper af låntagere og udvalgte låneformål. Midlerne til statsbankernes udlån er primært blevet tilvejebragt ved salg af statsobligationer, som banker og sparekasser samt livsforsikringselskaber, pensionskasser- og fonde har været forpligtet til at aftage til den politisk fastlagte rente (og hvor der i øvrigt for sidstnævnte investorgruppes vedkommende har været differentieret mellem forsikringselskaber og pen-

24. Det var en del af filosofien bag den førte politik, at myndighederne skulle bidrage til at udjævne konjunkturerne ved at øge lånerammerne i konjunktursvage perioderne og holde igen på dem under højkonjunktur.

sionskasser m.v. i hhv. Syd- og Nord-Norge).

Et hovedelement i den norske kreditpolitik, fastholdt også efter de seneste års skift fra et strengt til et mindre strengt reguleret kreditmarked, har været den såkaldte kreditbudgettering, der finder sted i tilknytning til udarbejdelsen af de årlige nationalbudgetter.

Kreditbudgetterne kan karakteriseres som måltal eller plan- tal for den samlede ordinære kredittilførsel og fordelingen heraf på sektorer, regioner, låntagerkategorier (selskaber, selvstændige, lønmodtagere m.fl.) og låneformål (konsum/ investering). Selv om myndighederne har haft et omfattende "instrumentarium" til rådighed for den herved tilstræbte styring, har udviklingen både i det totale kreditudbud og i dets kanalisering i praksis ofte vist sig at afvige væsentligt fra det tilsigtede. Afvigelserne er ikke mindst sket i kraft af det grå marked, men har også gjort sig gældende inden for de "regulære" institutioner, hvor det bl.a. har vist sig, at påvirkninger af banklikviditeten har vanskeligere ved at slå igennem i bankernes udlånsaktivitet, når deres udlånsrenter er mere eller mindre fastlåste.

De senere års "afregulering"

3. På baggrund af problemerne ved reguleringssystemet blev der i 1978 taget skridt til en vis "afregulering". Denne udvikling blev dog snart efter standset igen i sammenhæng med indførelsen af løn- og prisstop i 1979. Et begrænset forsøg på ny afregulering på kreditmarkedet i begyndelsen af 1980'erne blev ligeledes hurtigt afløst af nye og omfattende indgreb, hvorimod der på obligationsmarkedet blev gennemført reduktioner i placeringspligten og forhøjelser af statsobligationsrenten, så denne kom på linie med øvrige renter i kreditmarkedet.

Der har i de senere år, bl.a. i betænkningens form, været foretaget flere indgående analyser af penge- og kreditpolitikken.²⁵⁾ Udredningerne har samstemmende anbefalet en mere fleksibel rentepolitik og et friere rentesystem ud fra det hovedsynspunkt, at dette både ville virke gavnligt på ressourcefordelingen og lette den kreditpolitiske styring. Det

25. Der henvises navnlig til betænkningen "Rentepolitik", NOU 1980:4.

er herved både blevet fremhævet, at sektorstyring og kreditrationering har haft en uheldig indflydelse på investerings-sammensætningen, og at finansieringssystemerne i sig selv har krævet større ressourceindsats end nødvendigt såvel hos låntagerne som hos långiverne, ligesom renten på det uregulerede marked har været højere end ellers. Der er som berørt i kapitel I blevet sat spørgsmålstejn ved, om en lav rente har de ønskede fordelingsmæssige virkninger. Det er videre blevet fremhævet, at den anvendte kreditpolitiske styring med målsætninger vedrørende både kreditomfang og rente (både pris og mængde) nødvendigvis måtte blive præget af målkonflikter, og at disse konflikter synes at være blevet mere fundamentale i tidens løb. Årsagen hertil er, at de finansielle markeder er blevet mere veludviklede og alternative finansieringsmåder mere kendte. Omkanalisering af kreditten til "parallelmarkeder" uden regulering synes derfor nu at ske langt hurtigere end før.

*Regulerings-
efterspørgsels-
virkning kun
midlertidig*

De norske pengepolitiske myndigheder søgte i en årrække at modvirke denne tendens ved at udvide omfanget af reguleringer. Det er imidlertid et gennemgående træk i de nævnte udredninger, at de direkte reguleringer efterhånden kun tillægges en kortvarig, udsættende virkning på efterspørgselen. Omgåelsesmulighederne i et rationeret system karakteriseres på nutidens finansmarkeder som så store, at kvantitative reguleringer kun kan praktiseres midlertidigt.

*Omgåelsesmulig-
heder under
restriktioner*

4. Det kan for nærværende redegørelses formål have interesse at omtale nogle af de nævnte omgåelsesveje og forsøgene på at dæmme op herimod lidt nærmere.

Lån i pengeinstitutterne er i stort omfang blevet erstattet af såkaldte markedslån - det vil sige organiserede lån uden om et pengeinstitut eller anden finansinstitution, men ofte med disses medvirken som garantier og bragt i stand gennem pengeinstitutttets formidling.²⁶⁾ Navnlig er disse "lån uden for balancen" vokset stærkt i perioder, hvor ud- og indlånsrenter har været særlig meget ude af kontakt med efterspørgsels- og udbudsforholdene på kreditmarkedet. Der har

26. Formidlingen af markedslån finder også sted gennem særlige mægler-virksomheder, såkaldte finansmæglere.

flere gange været fremsat forslag om at bringe lånene ind under myndighedernes kontrol ved regulering af omfanget af garantistillelse. En sådan regulering blev indført i begyndelsen af 1983, men ophævet igen med virkning fra andet halvår 1984 i sammenhæng med ophævelsen af de fleste kvantumsmæssige begrænsninger i øvrigt. I den periode, hvor reguleringen var i kraft, skete der en markant stigning i omfanget af markedslån uden garanti.

En anden "lækage" i systemet var udlån i form af leasing m.v. Kontrol hermed blev indført i 1983, men ophævet igen medio 1984.

Endelig skal som eksempel på vanskelighederne ved delreguleringer vedrørende sider af penge- og kapitalmarkedet nævnes, at da man i efteråret 1980 gennemførte en liberalisering af adgangen til obligationsudstedelse, bidrog den relativt omfattende placeringspligt til en væsentligt stærkere krediteksponering over obligationsmarkedet end forudsat. Emissionskontrollen blev derfor genindført efter ca. et års forløb. Da kontrollen senere påny blev ophævet, jfr. nedenfor, var disse erfaringer medvirkende til, at også placeringspligten blev lempet væsentligt.

Situationen i dag

5. Med baggrund i udredningerne og erfaringerne er der i de senere år sket en betydelig indskrænkning af reguleringsvirksomheden. Myndighederne påvirker fortsat pengeinstitutternes og forsikringsselskabernes udlånsrenter gennem visse former for administrative indgreb (renteerklæringer, administrativ fastlæggelse af renten for enkelte lånetyper), men ikke så detaljeret som tidligere, og de fleste kvantitative reguleringer er blevet afviklet i løbet af 1984. Placeringspligten for bankerne er ophævet, og det samme gælder for livsforsikringsselskaberne, hvad angår placeringen af tilvæksten i forvaltningskapitalen, hvorimod selskaberne har pligt til at opretholde deres hidtidige obligationsbeholdninger. Renteniveauet i Norge svarer nu til niveauet i de fleste andre industrilande, jfr. også kapitel IV.

En væsentligt led i omlægningen af penge- og kreditpolitikken har været etableringen af et marked for pengemarkedspapirer i form af omsættelige "certifikater" fra virksomhe-

der, banker, finansieringsselskaber og staten. Et effektivt pengemarked er velegnet som kanal for myndighedernes kreditpolitik. I mange lande starter kreditpolitiske stramminger eller lettelser med renteændringer på pengemarkedet, som så " smitter af " på kapitalmarkedet. I Norge er formålet med etableringen af et pengemarked også at bidrage til at reducere omfanget af kredit uden for det regulære system eller så at sige få mere af kreditten " frem i lyset " .

Norges Bank har tilkendegivet, at formålet med den stedfunde liberalisering ikke har været at gennemføre en mindre stram pengepolitik, men at skabe et mere effektivt fungerende kreditmarked med øget konkurrence.

Valuta- restriktionerne

6. Også de norske valutarestriktioner er blevet lempet en del i de senere år, især med hensyn til en række udadgående kapitalbevægelser, idet der på baggrund af olieoverskuddet lægges vægt på at fremme kapitaleksporten.²⁷⁾ Der har også været gennemført en ret omfattende liberalisering med hensyn til udlændinges adgang til køb af norske værdipapirer, men for obligationers vedkommende er denne adgang blevet ophævet igen, da de udenlandske obligationskøb antog et uønsket stort omfang. I det hele taget er det karakteristisk for den ændrede rente- og kreditpolitiske situation i Norge, at der (trods de foretagne nedskrivninger af den norske krone) har været stor udenlandsk interesse for placering i Norge, men kun en ret beskeden norsk interesse for at udnytte den nyåbnede adgang til placering i udlandet.

Norske banker har siden 1978 haft generel tilladelse til at åbne valutakonti for næringsdrivende, som både har indtægter og udgifter i udenlandsk valuta. Konti i udenlandske banker kan åbnes efter tilladelse fra Norges Bank, idet dog bl.a. rederier og forsikringsselskaber har fri adgang hertil. Efter særskilt ansøgning kan virksomheder også få adgang til at placere dele af deres valutabeholdninger i udenlandske børsnoterede obligationer.

Internationaliseringen af banksektoren og finansinstitutio-

27. Udlændinges adgang til at optage obligationslån på det norske marked er dog strengt reguleret.

nerne er længe også kommet til udtryk ved, at norske banker har etableret sig i udlandet i forskellige former, og der er nu også givet en del udenlandske banker adgang til at etablere sig i Norge. Samtidig er der givet norske banker adgang til at optræde som såkaldte konsortieledere ved udenlandsk låntagning på det i øvrigt som nævnt for udlændinge strengt regulerede norske obligationsmarked.

III.2 Sverige

Også i Sverige langvarig lavrente- og kreditrationeringspolitik, men ikke så udpræget som i Norge

7. Den svenske kreditpolitik har gennem en stor del af efterkrigstiden haft en række grundtræk tilfælles med den norske, idet den i lange tidsrum hovedsagelig har benyttet sig af regulerende kreditpolitiske midler (kreditrationering) i kombination med lavrentepolitik. Lavrentepolitikken har dog, jfr. figur III.1, ikke været så udpræget som den norske, og den har i perioder været afbrudt af faser med en mere markedstilpasset rente og en øget anvendelse af markedskonforme midler, uden at det dog samtidig betød opgivelse af reguleringerne.

Den mere omskiftelige politik synes bl.a. at have haft sammenhæng med stærkere konjunkturudsving samt stærkere og mere skiftende ydre og indre pressituationer i det hele taget og dermed også større målkonflikter i den økonomiske politik end i Norge. I de senere år har der været en generel tendens til øget anvendelse af markedskonforme midler i sammenhæng med, at indre og ydre balanceproblemer har nødvendiggjort en opjustering af det svenske renteniveau. Men til sammenligning blev en længere periode med relativt markedskonform politik brat afbrudt, da Sverige i slutningen af 1967 kom ud for betydelige valutaproblemer i forbindelse med den engelske devaluering i november 1967.

I en kreditpolitisk udredning fra 1982 ("En effektivare kreditpolitik", S.O.U. 1982: 52) konkluderedes det, at der har været en stadig tydeligere tendens til at indrette kreditpolitikken på opretholdelse af de eksterne balancemål (valutakursen, betalingsbalancen og valutareserven) ved hjælp af markedskonforme midler, men at interne balancehensyn og i særlig grad hensynet til at fremme industriinvesteringerne

lagde en bremse på, hvor højt renten blev drevet op, og hvor meget man tillod den at variere på kort sigt.

Blandt de kvantitative reguleringer, som har været taget i anvendelse, har placeringspligt for banker og forsikringselskaber m.v. spillet en dominerende rolle. I en årrække var denne placeringspligt et hovedmiddel i finansieringen af statens budgetunderskud, i perioder kombineret med regulering af bankernes udlån bl.a. for at modvirke en utilsigtet "likvidisering" af budgetunderskuddet og for at tilskynde virksomhederne til optagelse af udlands lån.

Ligesom i Norge er reguleringerne blevet kritiseret for at skabe forvriddinger i ressourceallokeringen og herunder f.eks. vanskeliggøre nyetableringer. I relation til bankerne skabte placeringspligten bl.a. problemer ved, at bankbalancerne efterhånden i så høj grad domineredes af statspapirer, at bankernes rolle i den traditionelle kreditgivning reduceredes, ligesom de blev klemte på deres indtægtsudvikling. Samtidig voksede der et stort alternativt ("gråt") kreditmarked op, som efterhånden, uden om eller ved siden af den kreditpolitiske lovgivning, formidlede en betydelig del af kreditgivningen, både blandt virksomhederne og i husholdningssektoren. Speciel kritik vakte det, at der opstod et antal såkaldte finansselskaber, som formidlede lån mellem den regulerede og den uregulerede del af kreditmarkedet, og hvis ekspansion tildels blev forklaret ved, at de kunne optage lån til renter, der blev holdt nede af de kreditpolitiske reguleringer, og låne midlerne ud til renter, som blev presset op af reguleringerne.

Omlægningen i de senere år

8. På denne baggrund, og da der samtidig blev behov for en opadgående rentetilpasning af hensyn til betalingsbalancefinansieringen og for i øget omfang at kunne afsætte statsobligationer direkte til virksomheder og husholdninger, er kreditpolitikken i de senere år blevet ændret betydeligt i markedsorienteret retning. Placeringspligten er blevet ophevet for bankernes vedkommende, men opretholdes fortsat for kapitalmarkedsinstitutionerne, idet der skelnes mellem et prioriteret obligationsmarked (især statsobligationer og boligobligationer), for hvilke der er placeringspligt og reguleret rente, og det uprioriterede marked, hvor rentefast-

sætteisen er overladt til markedskræfterne. Der opretholdes også fortsat en kontrol med obligationsudstedelsen, men der er gennemført lempelser i denne kontrol. - Medio 1984 var der en forskel på den prioriterede og den uprioriterede rente på omkring tre procentpoints.

Som led i omlægningen er der på lignende måde som i Norge etableret et egentligt pengemarked ved introduktion af en række nye markedspapirer (bankcertifikater, korte og mellem-lange statspapirer, virksomheds- og kommunecertifikater m.v.). Et andenhåndsmarked for obligationer er ligeledes vokset frem bl.a. i sammenhæng med, at kapitalmarkedsinstitutionerne inden for placeringspligtens rammer har fået større frihed til at ændre sammensætningen af deres eksisterende porteføljer. Bankernes udlånsvirksomhed søges fortsat styret centralt både med hensyn til kvantum og til dels også pris (jfr. nedenfor), men det sker kun ved anvendelse af rekommandationer. Som i andre lande bliver en række nye lånekonstruktioner som konsortie- og formidlingslån taget i anvendelse.

Kontrollen med kapitalbevægelser

Sverige opretholder fortsat et forholdsvis stramt greb om kapitalbevægelserne til og fra udlandet, primært af kreditpolitiske hensyn. Afskærmningen af det svenske kreditmarked er dog blevet reduceret i forhold til f.eks. 1960'erne, især ved at mulighederne for kapitalimport er blevet væsentligt forøget. Restriktionerne for udgående kapitalbevægelser har ikke kunnet hindre, at der i foråret 1985 opstod en valutakrise på grund af en kombination af dels en forringet løbende betalingsbalance, dels kapitaludstrømning. Udviklingen er bl.a. blevet imødegået med en kreditpolitisk stramning, herunder en forhøjelse af diskontoen fra 9.5 til 11.5 pct. samt en forhøjelse af strafrenten for lån i centralbanken over en vis grænse fra 13.5 til 16 pct. I forbindelse med disse indgreb blev de tidligere vejledende retningslinier for bankernes udlånsrenter ophævet. I juli 1985 blev såvel diskontoen som strafrenten påny reduceret med hver een procentenhed.

III.3 Finland

Hovedreglen reguleringer

9. Indtil fornylig har også den finske kreditpolitik været domineret af kreditrationering og administrativt kontrollerede, forholdsvis lave og forholdsvis stabile rentesatser. Kreditrationeringen har imidlertid været usædvanlig derved, at der ikke har været gennemført lånelofter eller andre former for direkte udlånsregulering, ligesom der ikke har været fastsat placeringskrav for bankerne. Derimod føres der kontrol med bankernes gennemsnitlige udlånsrente, og det er bl.a. ikke tilladt bankerne at overvælte eventuel strafrente ved låntagning i centralbanken på udlånsrenten. Samtidig er strafrentesystemet således udformet, at der ved overtræk skal betales strafrente ikke kun på selve overtrækket, men på hele den pågældende banks lån i centralbanken. Ekspanderer en bank sine udlån udover det, dens egne likviditetsreserver betinger, vil den derfor let komme i den situation, at omkostningerne ved at skaffe den fornødne ekstra likviditet overstiger renteindtægterne ved udlånsforøgelsen. Dette reagerer bankerne naturligvis på ved at begrænse udlånsvirksomheden.

De finansielle markeder uden for bankerne var længe forholdsvis svagt udviklede, hvorfor der på det interne kreditmarked kun fandtes små substitutionsmuligheder og dermed få "lækager", som kunne modvirke en stram kreditpolitik. Samtidig har Finlands Bank lagt stor vægt på - og gør det stadig²⁸⁾ - opretholdelse af restriktioner for kapitalbevægelserne af hensyn til autonomien i kreditpolitikken. I de senere år menes følsomheden over for renteutviklingen i udlandet dog også at være tiltaget i Finland som følge af økonomiens tiltagende internationalisering, derunder den voksende betydning af forskydninger i kommercielle kreditter m.v.

Men voksende ureguleret marked

Siden slutningen af 1970'erne er der sket en hurtig udbygning af den finansielle sektor i Finland, og der er herunder opstået et pengemarked uden for bankerne. Det finansielle system i Finland beskrives i dag som et dualt system, bestående af en reguleret sektor (bankerne) og en ureguleret

28. Jfr. f.eks. Bank of Finland, Monthly Bulletin nr. 1, januar 1985.

med betydeligt højere rente. Det uregulerede marked har efterhånden fået et anseeligt omfang og finansierer såvel virksomheder som husholdninger. Udviklingen har bevirket, at der for nylig er blevet taget skridt til at kanalisere ureguleret kreditgivning ind over bankerne og således øge disses "markedsandel".

III.4 Storbritannien

Politikken i 1950'erne og 1960'erne

10. Indtil 1970'erne spillede pengepolitikken en ret sekundær rolle i Storbritannien. Sammenlignet med finanspolitikken betragtedes den snarest som et hjælpemiddel, bl.a. med den funktion at sikre en smidig administration af statsgælden. Den byggede i øvrigt på det hovedsynspunkt (i 1959 nedfældet i den dengang meget omtalte Radcliffe-rapport),²⁹⁾ at renten kun havde ringe indflydelse på den realøkonomiske udvikling, og at pengepolitikkenes påvirkning af efterspørgslen i krisesituationer burde ske gennem direkte kreditregulering snarere end ved renteforandringer. I denne sammenhæng betonedes betydningen af likviditetsudviklingen i bred forstand snarere end forskellige dele af denne, f.eks. basispengemængden. I praksis førte disse synspunkter til streng kontrol med bankernes ind- og udlånsrenter og fra 1965 til omfattende direkte regulering af udlånene både med hensyn til udlånenes omfang og sammensætning (hvor således eksportfremmende og importbesparende projekter blev prioriteret). Derudover anvendtes kasserereskrav og krav om særlige likviditetsbegrænsende indskud i Bank of England. Endelig blev der i denne periode lagt stor vægt på kontrol med vilkårene for afbetalingshandel.

Reform i 1971: Omlægning til markedsorienteret politik

I 1971 gennemførtes (ved "Competition and Credit Control"-reformen) en relativt vidtgående omlægning af penge- og kreditpolitikken i markedsorienteret retning, ikke mindst begrundet i, at hovedbankerne og de øvrige forretningsbanker ("clearing banks") under det hidtidige reguleringssystem havde tabt terræn i forhold til andre dele af det engelske banksystem.

29. Committee on the Working of the Monetary System - Report. 1959, genoptrykt 1969 Cmnd. 827.

Reformen styrkede væsentligt forretningsbankernes stilling i systemet, men førte samtidig også umiddelbart til en stærk krediteksponering, der igen blev baggrunden for, at der i 1973 (gældende til 1980) blev gennemført skrappe tillægsreservekrav (krav om en særlig strafdeponering) over for bankerne. I 1970'erne gennemførte Bank of England samtidig en række forandringer med henblik på en bedre styring af basis-pengemængden og senere af en række andre pengemængdeaggregater m.v. Man har dog i England haft betydelige vanskeligheder ved at styre de størrelser, der har været valgt som mål (mellemål) for pengepolitikken.

Valutarestriktioner ophævet i 1979

Valutarestriktioner har været helt afskaffet i England siden 1979. Selv om ophævelsen førte til en vis stigning i kapitaleksporten, forhindrede det ikke en styrkelse af sterling i 1979-81, idet kapitalimporten voksede stærkt. En række interne restriktive bestemmelser vedrørende de finansielle markeder har dog i praksis i nogen grad virket som en barriere mod international finansiel integration (en slags pendant til usynlige handelshindringer), indtil de fornylig blev afskaffet efter at være blevet indbragt for monopolmyndighederne. Efter denne ændring er det Bank of England's opfattelse, at der vil ske vidtrækkende strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet og en stærk yderligere udbygning af City's stilling som internationalt finanscentrum.

III.5 Tyskland

Pengepolitik som hovedinstrument.

11. Pengepolitikken har her til stadighed spillet en hovedrolle i den økonomiske politik, medens finanspolitikken frem til slutningen af 1960'erne anvendtes ret passivt. Politikken har i en årrække haft en klart monetaristisk udformning (måske bortset fra en kortere periode i 1983). Dens hovedmål har været at holde en "målrettet" stigning i pengebasis (Zentralbankgeld), svarende til stigningen i det samlede produktionspotentiale plus et minimum af prisstigninger.

Hovedvanskeligheden ved at realisere målet har ligget i den til tider meget stærke valutaindstømning. I de senere år har der ikke været vanskeligheder hermed, men tidligere har der i perioder været en stærk international "flugt" over i DM og

en dermed sammenhængende tendens til uønsket stærk stigning i den indenlandske likviditet i Forbundsrepublikken. Denne vanskelighed er bl.a. søgt imødegået gennem variation i kassekravene til bankerne, hvorunder der eksempelvis i en periode har været krævet rentefri deponering i forbundsbanken af op til 100 pct. af stigningen i indskud fra valutaudlændinge, ligesom tyske virksomheders udenlandske låntagning i perioder var pålagt et krav om deponering på rentefri konto af 40-50 pct. af de lånte beløb. En form for administrativ regulering af bankernes udlånsrenter forekom indtil 1967, men siden har der ikke været gennemført administrativ regulering af kreditgivningen eller prisen derfor.

Under de senere års stærke internationale kapitaltilstrømning til U.S.A. er der også sket en ret betydelig kapitaleksport fra Tyskland til U.S.A. Tyskland har fornylig søgt at dæmpe denne udvikling ved ophævelse af kuponskatten for valutaudlændinges renteindtægter af tyske obligationer. Foranstaltningen skal tillige ses som reaktion på en tilsvarende ændring i U.S.A.

Valutarestriktioner har længe været afskaffet i Vesttyskland.³⁰⁾ I praksis har forskellige interne kapitalmarkedsregler m.v. af konkurrenceregulerende indhold dog medført begrænsninger i den finansielle åbenhed over for udlandet, specielt hvad angår udlændinges muligheder for at optage lån på det tyske kapitalmarked. Det kan således nævnes, at en særlig kapitalmarkedskomite indtil for nylig har reguleret alle DM-obligationsudbud ud over en vis, relativt beskeden mindstestørrelse. Adgangen til at virke som konsortieledere ved emissioner af udlandslån i DM har indtil for nylig være forbeholdt tyske banker; også vesttyske datterselskaber af udenlandske banker har været afskåret fra denne forretningsmulighed. Såkaldte nul kuponobligationer, obligationer med variabel rente og dobbeltmøntede obligationer har ikke været tilladt.

30. I forbindelse med vedtagelsen af OECD's kapitalliberaliseringskode i 1961 blev der ikke fra tysk side anmeldt noget forbehold over for dele af koden. Tyskland afstod dermed allerede dengang fra muligheden af permanent at opretholde restriktioner over for kapitalbevægelser på visse områder, hvilket de fleste andre lande forbeholdt sig. For at begrænse tilstrømningen af "hot money" har Tyskland dog ved flere lejligheder gjort brug af midlertidige undtagelsesbestemmelser i koden.

I sammenhæng med et vesttysk pres for, at andre lande skal liberalisere deres kapitalmarkeder, og i bekymring for, at Frankfurt blev stillet for svagt i konkurrencen med London og andre finanscentre, er der imidlertid nu sket en "deregulering" i Vesttyskland på de nævnte områder. I forbindelse hermed har både tyske banker og datterselskaber af udenlandske banker fået øget mulighed for at engagere sig i internationale kreditforretninger. Der opretholdes dog også fortsat en række restriktioner. F.eks. er det ikke tilladt tyske banker at åbne ECU-baserede indskudskonti. Dette hænger sammen med, at man ikke ønsker at få indført indeksering af pengefordringer.

III.6 Frankrig

Traditionelt stor vægt på kreditregulering og fortsat stærkt indslag heraf

12. Penge- og kreditpolitikken i Frankrig er siden den 2. verdenskrig blevet udøvet i nær tilknytning til den statslige franske planlægning (indikativplanlægning) for den samlede økonomi. I de senere år synes denne ganske vist at have fået en noget mere tilbagetrukket rolle, men de centrale franske myndigheder - centralbanken, økonomi- og finansministerierne, plankommissariatet og et særligt nationalt kreditråd - har fremdeles afgørende indflydelse på både den kort- og den langfristede kreditgivning. Indflydelsen udøves også derigennem, at næsten hele bankvæsenet er nationaliseret, ligesom realkreditgivningen i stor udstrækning formidles af offentlige eller halvoffentlige institutioner.

Gennem størstedelen af efterkrigsperioden har der i Frankrig været lagt mere vægt på styring af omfanget og sammen sætningen af den endelige kreditgivning (kreditallokeringen) end på at styre selve pengemængden. I øvrigt har der i penge- og kreditpolitikken været anvendt både traditionelle midler og egentlige kvantitative reguleringer, i begge tilfælde med stærke selektive indslag, hvor udvalgte kreditformål har nydt godt af særlige begunstigelser, og hvor f.eks. letelse af finansieringen af statens budgetunderskud nu har høj prioritet. I de senere år er pengemængdestyringen dog blevet opprioriteret, og f.eks. er det for 1985 opstillet som pengepolitisk mål at holde pengemængdestigningen inden for et interval på 4-6 pct. Samtidig er det blevet tilkendegi-

vet, at den hidtidige direkte kreditregulering (l'encadrement du credit) vil blive erstattet af et mere fleksibelt system med en mere markedsbestemt rente, styret især gennem marginale kasserereservekrav (efter en stærkt stigende skala).

Kontrol med kapitalbevægelser

Frankrig opretholder en forholdsvis indgående kontrol med kapitalbevægelserne til og fra udlandet³¹⁾ med det formål dels at holde kapitaleksporten inden for grænser, som myndighederne kan acceptere ud fra valutahensyn m.v., dels at forebygge en uønsket forstyrrelse af det interne kreditmarked. Endelig forfølges der bl.a. strukturpolitiske og industripolitiske mål med valutareguleringen, der derfor - i modsætning til mange andre lande - også omfatter kontrol med udenlandske direkte investeringer i Frankrig og direkte franske investeringer i udlandet.³²⁾ Handelen med børsnoterede værdipapirer over grænserne (ind- og udgående porteføljeinvesteringer) har været liberaliseret siden 1974, men ikke mindst for Frankrigs vedkommende gælder, at kapitalbevægelser også begrænses gennem en række interne restriktioner og forskrifter, som dog nu er under opløsning. Der er stærke begrænsninger i adgangen til at udstede obligationer, lydende på anden valuta end francs (f.eks. ECU-baserede obligationer), hvorimod Eurofrancmarkedet fornylig påny er blevet genåbnet efter en række skiftevis åbninger og lukninger, siden et sådant marked første gang blev etableret i slutningen af 1960'erne.

Det dobbelte valutamarked 1971-1974

Fra september 1971 (for visse transaktioners vedkommende tilbage til 1969) og frem til foråret 1974 opretholdt Frankrig et dobbelt valutamarked, hvorunder en række løbende betalinger fandt sted til een kurs, medens andre løbende poster og alle kapitalposter skete til en i princippet fri kurs (idet selve transaktionerne dog fortsat var underkastet en forudgående kontrol). Da der i størstedelen af denne periode forekom forventninger om en francappreciering, vi-

31. Den franske regering overvejer dog en afvikling af valutarestriktionerne, og det konservative parti har forpligtet sig til en sådan afvikling efter en eventuel valgsejr. I givet fald ventes en afvikling af restriktionerne udadtil også at føre til væsentlig ændringer i det interventionistisk prægede interne kapitalmarkedssystem.
32. Større direkte udlandsinvesteringer i Frankrig kræver foruden godkendelse i henhold til valutaloggivningen også en selvstændig godkendelse som led i en etableringskontrol.

ste forskellen sig som en overkurs på finansielle francs. Siden franc-krise i 1981 eksisterer der igen i et vist omfang et dobbeltmarked, idet køb af udenlandske værdipapirer skal foregå over et særligt marked for "værdipapir-valuta" med en overkurs i forhold til den regulære kurs.³³⁾

III.7 Italien

Direkte kreditregulering nu afskaffet

13. I 1960'erne, særlig den senere del deraf, var det et hovedmål for italiensk pengepolitik at stabilisere den lange rente og bidrage til den dengang kraftige økonomiske vækst i Italien. Pengepolitikken var derfor som hovedregel ekspansiv eller akkommoderende. Dette ændredes fra midten af 1970'erne, hvor inflation, betalingsbalanceunderskud og problemer omkring budgetunderskuddets finansiering kom til at dominere politikken. Indtil 1984 var administrativ kontrol med bankernes udlån til stadighed et hovedmiddel i pengepolitikken, men effektiviteten heraf blev ligesom i andre lande reduceret over tid på grund af fremvæksten af nye kreditkanaler i det i øvrigt tidligere ret svagt udviklede kredit- og kapitalmarked. Siden begyndelsen af 1984 har der ikke været anvendt direkte kreditregulering. I stedet lægges der nu øget vægt på kontrol med udviklingen i basispengeomængden.

33. Også i Belgien opretholdes et dobbelt valutamarked. Normalt er der kun en ringe kursforskel mellem belgiske "finansielle francs" og andre belgiske francs. I perioder, hvor den belgiske valuta kommer under pres, kan kurstillægget på markedet for finansielle francs imidlertid blive betydeligt.

Kontrol med kapitalbevægelser

Italien opretholder fortsat en omfattende kontrol med kapitalbevægelser ind i og navnlig ud af landet. Kontrollen omfatter såvel valutaregulering i traditionel forstand som en betydelig indirekte afgift på kapitaleksport i form af en pligt til at binde et nærmere fastsat beløb på rentefri konto i den italienske centralbank) ved alle udgående kapitalbevægelser, bortset fra kommercielle kreditter og de fleste direkte investeringer. Beløbet skal være bundet i hele den pågældende investerings levetid. Deponeringsssatsen er for tiden 40 pct., ved placering i visse EF-obligationer dog "kun" 30 pct. Tidligere var de tilsvarende satser 50 og 40 pct. - Deponeringen indebærer en sådan begrænsning af nettoafkastet af udenlandske værdipapirer, at der lægges en kraftig bremse på kapitaleksporten selv ved forventninger om nedskrivning af liren. I tiden op til den seneste devaluering skete der således en fortsat nettokapitalimport i Italien.

III.8 Holland

Pengepolitikken trådt i baggrunden

14. På baggrund af valutakurspolitikken og Hollands også i finansiel henseende meget åbne økonomi betragtes pengepolitikken her ikke som et selvstændigt økonomisk middel, men som et middel til i et vist omfang at støtte finans- og indkomstpolitikken. Et hovedformål for penge- og kreditpolitikken og for det begrænsede sæt valutarestriktioner, som opretholdes i forbindelse hermed, er at undgå, at der opstår en høj indenlandsk likviditet med mulige destabiliserende virkninger. Centralbanken har som central målsætning at opretholde en bestemt likviditetskvote, defineret som forholdet mellem pengemængde og nationalindkomst. Der har fra tid til anden, og ofte ret langvarigt, været fastsat udlånsrammer for bankerne.³⁴⁾

34. Generelt har der i det hollandske finansielle system og lovgivningen herom været lagt stor vægt på en sondring mellem lån baseret på "ægte opsparing" og långivning, der indebærer skabelse af ny likviditet. Den førstnævnte type lån anses for neutrale i relation til den samlede efterspørgsel og har i det store og hele ikke været underkastet reguleringer, hvorimod bankkreditterne som nævnt overvåges ret nøje. Som resultat af "ægte opsparing" betragtes især alle lån fra livsforsikringselskaber og pensionskasser m.v. Disse institutionelle investorer spiller i Holland en særlig betydelig rolle som kapitalformidlere til både boligsektoren, staten og erhvervene.

*Kun få valuta-
restriktioner*

Holland opretholder som nævnt kun få valutarestriktioner. Valutaloven, der er fra 1981, indeholder imidlertid en undtagelsesklausul, der kan tages i anvendelse i tilfælde af stor international valutauro. Bl.a. er der mulighed for at gribe ind mod kapitaleksport, hvis der går svind i valutareserven i et sådant omfang, at der kræves modforanstaltninger med umiddelbar effekt. Undtagelsesklausulen kan dog kun anvendes midlertidigt og kun med parlamentets godkendelse.

III.9 Schweiz

*Selv i Schweiz
et vist spille-
rum for
selvstændig
pengepolitik*

15. Schweiz's rolle som internationalt finanscenter med praktisk taget fuld frihed for kapitalbevægelser og stram styring af valutakursen giver umiddelbart ikke noget stort "tørslag" for en selvstændig pengepolitik, men henviser i væsentlig grad Schweiz til at holde samme pengepolitiske kurs som de store, toneangivende lande, især Tyskland. Et vist spillerum for en egen politik er der dog også i Schweiz, hvilket bl.a. illustreres af, at der som led i et meget nært samarbejde mellem nationalbanken og bankerne (så kaldte "Konventioner") i perioder har været fastlagt udlånslofter for bankerne, ligesom den indenlandske obligationsudstedelse har været reguleret. For at modvirke en destabiliserende kapitalimport har der i perioder været interverneret kraftigt i valutamarkedet, ligesom der har været fastsat særlige reservekrav for udenlandske bankindskud og forbud mod forrentning (og en overgang været påbudt negativ forrentning) af sådanne indskud.

III.10 Østrig

*Binding til
den tyske
pengepolitik.
Dog også en
vis autonomi*

16. Gennem den østriske schillings tilknytning til DM og dermed de facto til EMS har også Østrig i praksis i vidt omfang bundet sig til at følge Tysklands pengepolitik. En vis autonomi er dog søgt opretholdt gennem fortsatte restriktioner for forskellige kapitalbevægelser. Samtidig slår den høje grad af "forhandlingsøkonomi", der generelt præger Østrig, også igennem på det pengepolitiske område i form af indgåelse af kreditoverenskomster mellem finansministeriet og centralbanken på den ene side og bankerne på den anden

side. Ad denne vej føres der også selektiv kreditpolitik. Det spiller antagelig en rolle for mulighederne for at praktisere dette system, at de to største forretningsbanker er statsejede, og at alle lokalbanker og sparekasser enten er i statsligt eller kommunalt eje. Effektiviteten af den direkte regulerende del af kreditpolitikken er dog omtvistet.

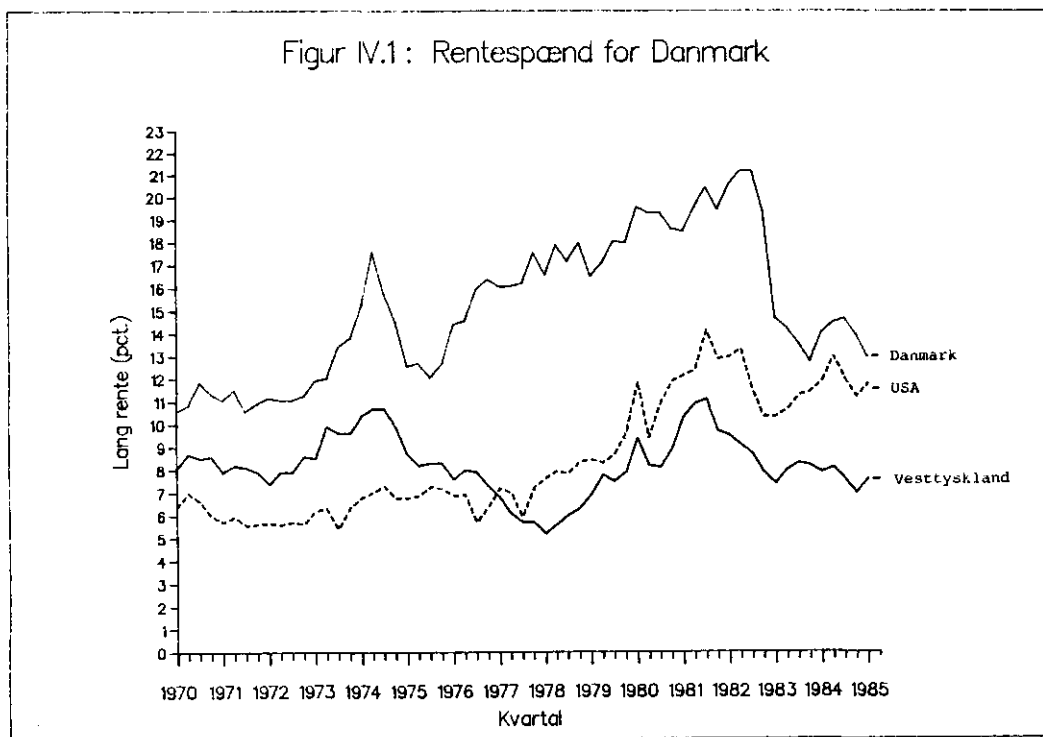
Kapitel IV

Det danske renteniveau i internationalt perspektiv

1. Det internationale renteniveau har været markant højere i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne end i de foregående årtier. Samtidig har renteniveauet i Danmark været endnu højere end i de fleste andre industrilande, jfr. figur IV.1. Et højt nominelt renteniveau er imidlertid ikke nødvendigvis ensbetydende med, at alle beslutningstagere står overfor høje afkastkrav/-muligheder, idet skatteregler, rentesubsidier, inflationsforventninger m.v. medfører at den "relevante disponible realrente" kan være endog meget forskellig for forskellige beslutningstagere, jfr. den udførlige redegørelse herfor i kapitel V.

Selv om en form for realrente - dvs. rente korrigeret for inflationstakt - som oftest er den relevante rentestørrelse for investeringsovervejelser, er de renter, der dannes og observeres på de finansielle markeder, nominelle renter. Det er derfor naturligt først at belyse udviklingen i det nominelle renteniveau og søge at kortlægge de forhold, der har betydning herfor.

2. Nedenfor redegøres først generelt for rentedannelsen og for de vigtigste forhold af betydning for det internationale renteniveau. Dernæst søges "små" landes rentebinding til den internationale udvikling fastslået, og der redegøres for de senere års erfaringer i Danmark og en række andre "små" lande. Endelig afsluttes kapitlet med en redegørelse for de internationale kapitalbevægelser med særlig henblik på Danmarks kapitalimport. I bilag 2 i del II gives en mere fyldestgørende redegørelse for rentedannelsen.



Kilde, figur IV.1-IV.3 : OECD

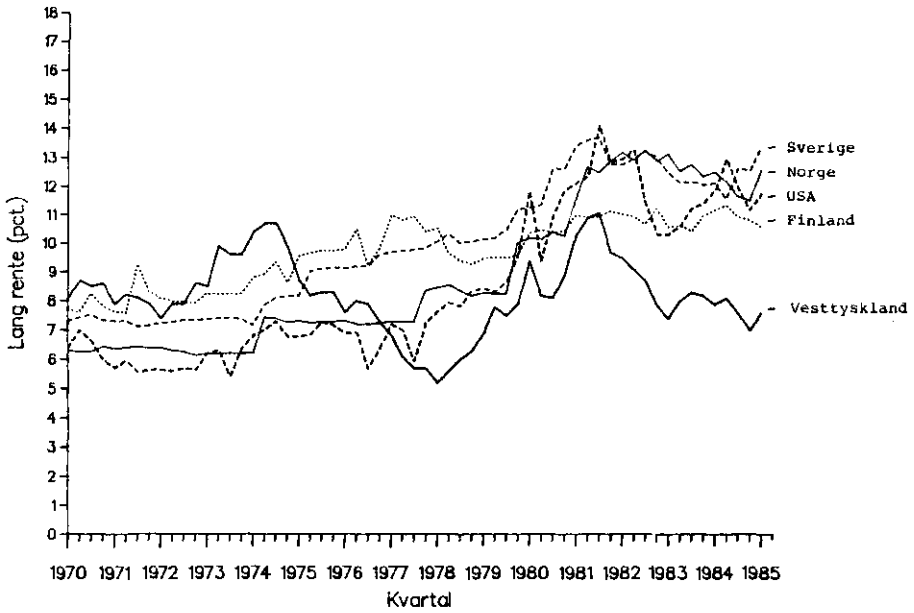
IV.1 Rentedannelsen

3. Det er naturligvis en grov forenkling at tale om "det internationale renteniveau"; der foreligger et stort antal renter og lande at vælge imellem. Det kan imidlertid være nyttigt kort at overveje, hvordan renteniveauet ville være bestemt i en økonomi, der var fuldstændig afsondret fra omverdenen både mht. vare- og kapitalbevægelser.

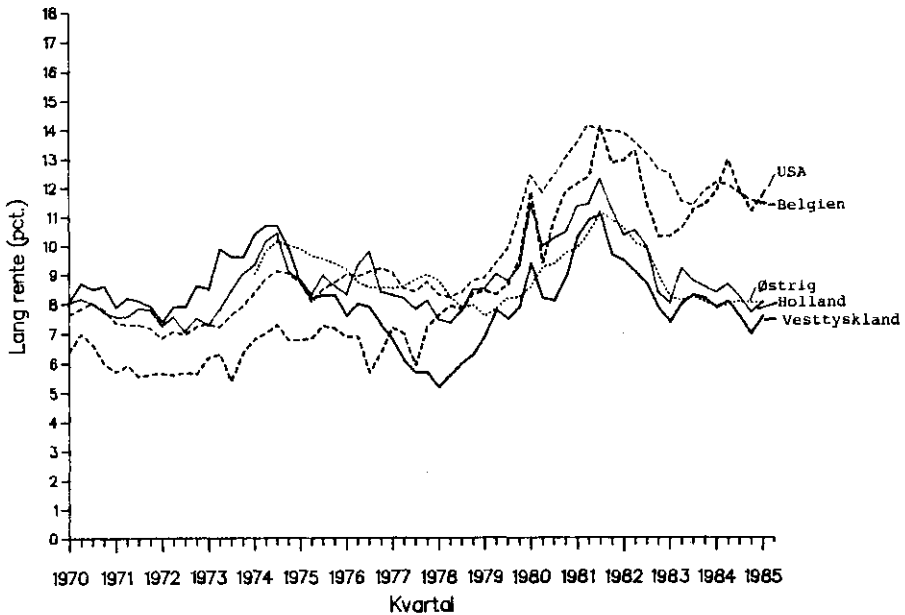
*Rentedannelse
i en lukket
økonomi*

Selvom der ikke findes en altomfattende renteforklaring, som alle økonomer kan tilslutte sig, er der dog udbredt enighed om, at i hvert fald følgende forhold er væsentlige (jfr. også bilag 2 i del 2):

Figur IV.2 : Rentespænd for Norge, Sverige og Finland



Figur IV.3 : Rentespænd for Holland, Belgien og Østrig



- a) opsparings-investeringsbalancen
- b) penge- og finanspolitikken
- c) inflationsforventningerne
- d) rente- og afkastbeskatningen
- e) forskydninger i den ønskede formuesammensætning

Rente og opsparings-investerings-balance

4. Selvom man ikke kan betragte renten alene som en faktor, der skaber ligevægt mellem omfanget af ønskede investeringer og opsparingen, må fald i opsparingstilbøjelighed eller øget marginalt investeringsafkast alligevel antages alt andet lige at bevirke et opadgående pres på renten. Hvis opsparingskvoten stiger eller investeringsafkastet falder, vil renten tendere mod at falde, samtidig med at den samlede efterspørgsel falder. Under sådanne omstændigheder vil der dermed være en tendens til en konjunkturmedløbende renteudvikling med rentefald ved tilbageslaget efterfulgt af en rentestigning senere. Men mange andre forhold har betydning for opsparings- og investeringsadfærden. For eksempel er skattereglerne vedr. afskrivninger og investeringsafkast af betydning for investeringsomfanget, ligesom reallønnen kan være af betydning for den ønskede faktorsammensætning og profitabiliteten af nye aktiviteter.

Penge- og finanspolitik-kens rente-implikationer

På kort og mellemlangt sigt kan penge- og finanspolitikken øve afgørende indflydelse på både nominelle og reale renter, mens påvirkningen på langt sigt hovedsagelig vedrører de nominelle renter. For eksempel vil en kombination af ekspansiv finanspolitik og kontraktiv pengepolitik indebære et højere renteniveau, idet likviditetsefterspørgselen øges via den højere økonomiske aktivitet skabt gennem finanspolitikken, mens likviditetsudbuddet indskrænkes via pengepolitikken. I de senere år er denne sammenhæng mellem renteniveau og kombinationen af penge- og finanspolitik især blevet debatteret i tilknytning til finansiering af offentlige budgetunderskud gennem udstedelse af statsobligationer. Hvis der er tale om fuld obligationsfinansiering, således at likviditeten holdes uændret, vil ekspansiv finanspolitik som

nævnt trække i retning af en højere rente.³⁵⁾ Denne tendens kan blive forstærket, hvis der skabes forventninger om højere inflation i fremtiden, jfr. nedenfor. Omvendt kan pengepolitikken naturligvis tilpasses den finanspolitiske ekspansion, således at renteniveauet forbliver uændret. Men mulighederne for en rentestigning afledt af forventningsændringer er mere nærliggende i dette tilfælde. Empiriske analyser har dog ikke givet noget klart belæg for, at offentlige budgetunderskud i sig selv, dvs. uafhængig af finansieringsmåden, skulle være rentedrivende.

Inflationsforventningers betydning for renten

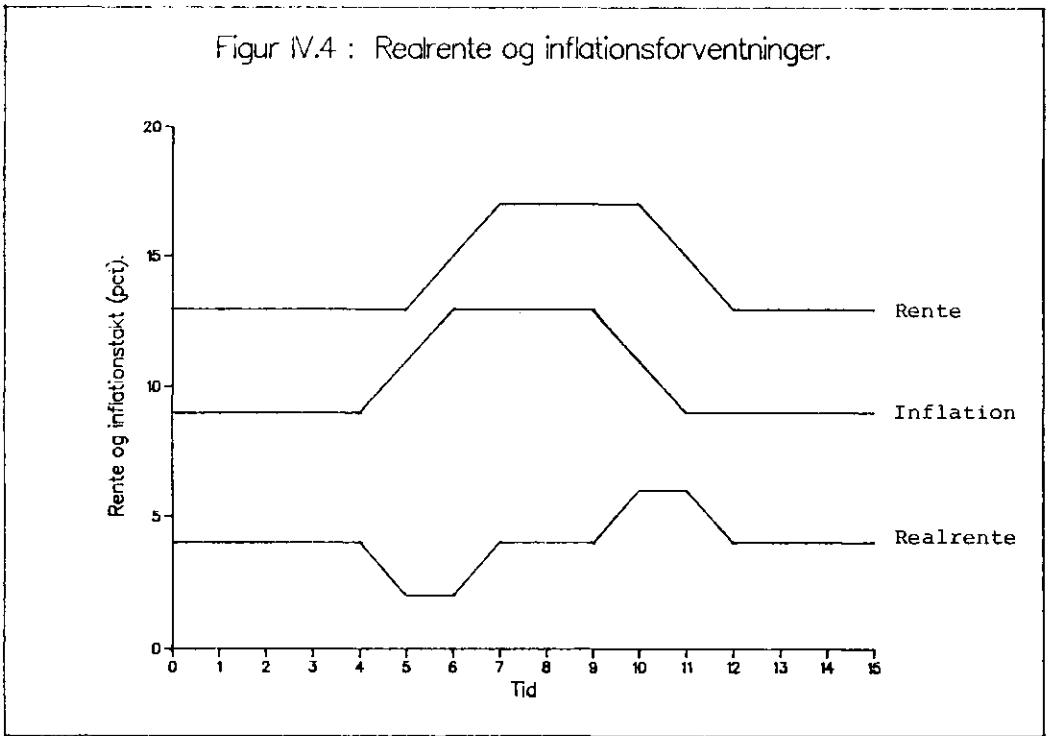
5. Imidlertid er det nominelle renteniveau også påvirket af inflationsforventninger, der igen kan være knyttet til den økonomiske udvikling - herunder også den førte økonomiske politik. Under stærkt forenklede antagelser om bl.a. ens inflationsforventninger hos alle, inflationsneutral beskatning samt investerings- og opsparingsbeslutninger, der alene afhænger af den reale rente, kunne man forvente en nominel rentestigning nøjagtig svarende til stigningen i den forventede inflationstakt. I praksis er disse forudsætninger ikke opfyldt, og der er derfor ingen grund til at vente nøjagtig fuld overvæltning, hverken på kort eller langt sigt.

I det omfang udviklingen i den forventede inflationstakt er forsinket i forhold til den faktiske,³⁶⁾ vil gennemslaget i renteniveauet ligeledes være forsinket. Derfor vil der sandsynligvis være en tendens i retning af et forløb som skitseret i figur IV.4, hvor renteændringerne finder sted en periode senere end ændringerne i inflationstakten. Derfor bliver realrenten (her defineret som den nominelle rente minus den faktiske inflationstakt) lavere i en periode med tiltagende inflation og omvendt højere i en periode med aftagende inflationstakt.

35. Denne sammenhæng indebærer, at der i princippet i løbet af en årrække med offentlige budgetunderskud og obligationsudstedelse kan etableres en indenlandsk statsgæld af en sådan størrelse, at den rentestigning, der skabes af et givet års budgetunderskud, giver en større merrenteudgift på statsgælden end det pågældende års budgetunderskud. Det er klart, at en sådan situation vil være ustabil. I et længere tidsperspektiv vil det være tilstrækkeligt for ustabilitet, at den realrente efter skat, som den offentlige sektor betaler på sin gæld, er større end økonomiens reale vækstrate.

36. Der er i så fald tale om "adaptiv forventningsdannelse", hvor forventningerne til fremtiden bygger på den observerede udvikling i de foregående perioder.

Figur IV.4 : Realrente og inflationsforventninger.



I praksis er den skattemæssige behandling af renter og formueafkast langt fra inflationsneutral i de fleste lande. Dette hænger sammen med, at beskatningen normalt vedrører det nominelle afkast, samt at såvel forskellige skatteydere som forskellige typer af renter og formueafkast beskattes forskelligt. Hvis realrenten efter skat i gennemsnit skal være nogenlunde upåvirket af inflationen, kræves derfor en stigning i den nominelle rente, der er væsentlig større end stigningen i inflationstakten. Der er en vis formodning for, at dette indebærer et pres på det nominelle renteniveau, således at realrenten før skat bliver højere, mens realrenten efter skat bliver lavere under inflation.

Ændringer i ønsket formuesammensætning

6. Ændringer i forventet inflation, skatteregler etc. kan udløse ønsker om formueomlægning. Sker der en sådan omlægning i retning af f.eks. reale aktiver som jord og fast ejendom, vil der være en tendens til rentestigning på de rente-

bærende finansielle fordringer.

IV.2 Renten i de toneangivende lande

Samspil mellem renteutvikling, kapitalbevægelser og valutakurser

7. Betragtes de toneangivende lande, U.S.A., Japan, Vesttyskland m.fl., som tilsammen må siges at bestemme "det internationale renteniveau", er det karakteristisk, at der forekommer et samspil mellem renteutvikling, kapitalstrømme og valutakursrelationer. Stiger renten i et land, vil der ske en afsmitning på renterne (især de korte) i andre lande via de internationale kapitalbevægelser, der samtidig isoleret set medfører en styrkelse af det første lands valuta. Denne form for renteafsmitning forudsætter naturligvis, at de andre lande ikke ændrer økonomisk politik med henblik på at neutralisere rentevirkningen. Ændringer i den økonomiske politik med henblik på at neutralisere kapitaludstrømning og valutakurstilpasning vil forstærke tendensen til parallel renteutvikling i de toneangivende lande.

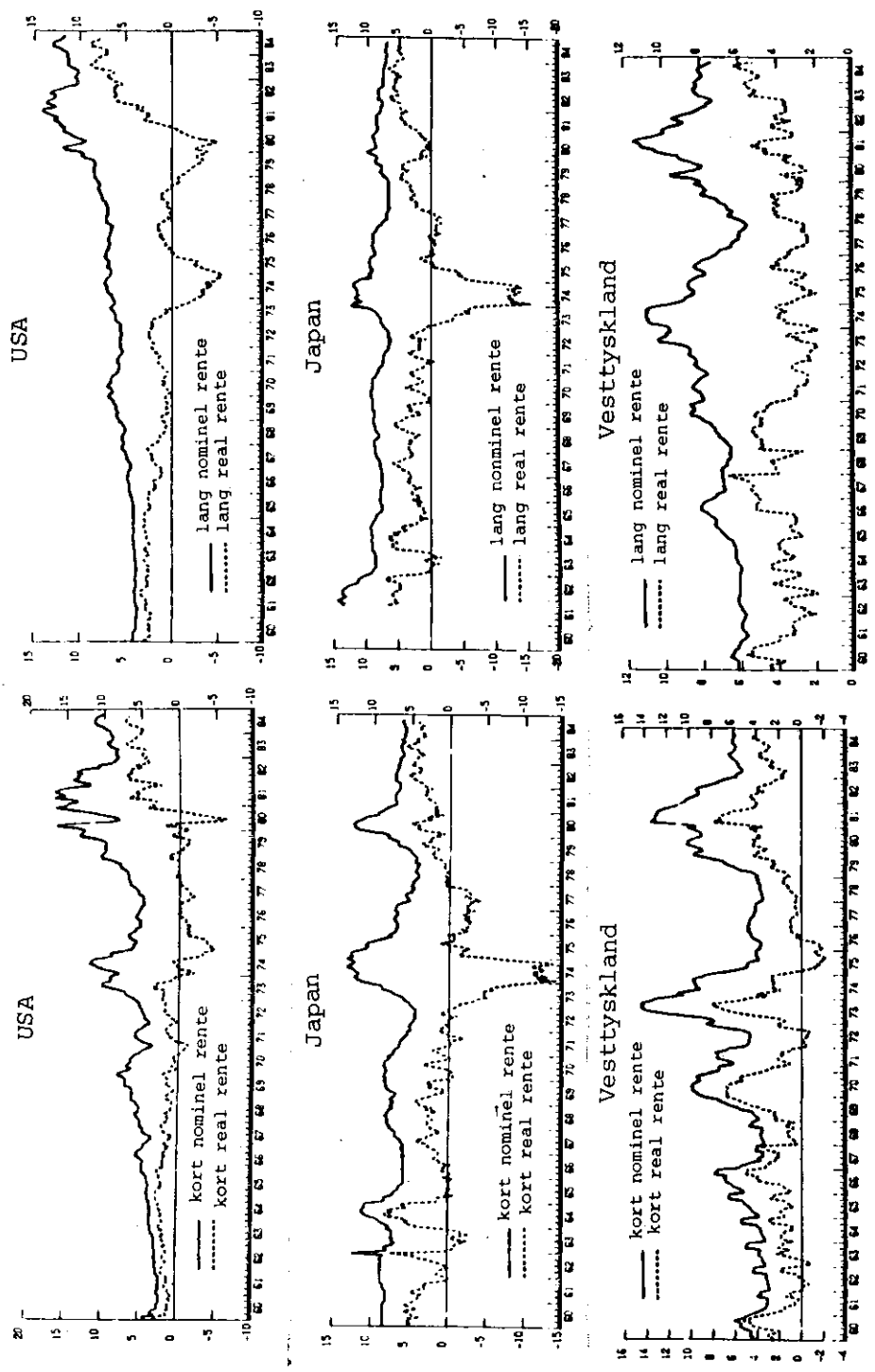
Nyere undersøgelser³⁷⁾ viser, at der har været en klar, men dog behersket sammenkædning af korte renter via kapitalbevægelser/valutakursændringer mellem U.S.A. og andre lande siden 1979. Gennemgående har valutakursændringer dog opfanget en væsentlig del af renteændringerne. F.eks. har Vesttysklands og Japans kortsigtstilpasninger af den økonomiske politik ikke lagt større vægt på at neutralisere valutakurseffekterne af svingende korte renter i U.S.A., uden at disse lande dog har fjernet al renteafsmitning. Samtidig har der været en klar positiv sammenhæng mellem de lange renter i de tre lande.

Tættere rentesammenbinding mellem større industrilande siden 1979

8. Figur IV.5 viser renteutviklingen i U.S.A., Vesttyskland og Japan siden 1960. Desuden er en realrente (nominel rente minus aktuel forbrugerprisstigning) vist for hvert land. Figuren illustrerer den noget tættere rentesammenbinding mellem landene siden 1979. Samtidig har såvel den nominelle rente som realrenten især i U.S.A. siden 1979 været klart højere end på noget andet tidspunkt efter 1960. Det

37. Bl.a. fra Bank for International Settlements: "Nominal and Real Interest Rates: Determinants and Influences", rapport nr. CB 384, Basel, marts 1985.

Figur IV.5 : Renteutviklingen i de toneangivende lande



Kilde: OECD, Economics and statistics department : Working paper no. 21,

"Real interest rates and the prospects for durable growth" (maj 1985)

karakteristiske træk i den amerikanske udvikling er det indtrufne løft op til samme niveau som Japan og Vesttyskland. Også Vesttyskland og Japan har relativt høje realrenter i begyndelsen af 1980'erne, men der er ikke tale om nogen markant afvigelse fra f.eks. niveauet i slutningen af 1960'erne.

*Faktorer bag
det internationale rente-
niveau i
1980'erne*

I lyset af figur IV.5 er det nærliggende at pege på den amerikanske økonomiske politik med store budgetunderskud og stram pengepolitik som den væsentligste enkeltfaktor bag det høje internationale renteniveau. Resultatet har været et højt nominelt renteniveau i U.S.A. siden 1979/80, hvilket i et vist omfang har fået lov at smitte af på renterne i bl.a. Vesttyskland og Japan. Samtidig hermed er inflationen i kølvandet på olieprishoppet i 1979/80 bremsset ganske betydeligt i de toneangivende lande, hvilket i sig selv har ført til et stigende realt renteniveau bl.a. som følge af en vis forsinkelse i inflationsforventningernes tilpasning. Endvidere kan der være grund til at pege på det øgede investeringsafkast i U.S.A. - i hvert fald delvist fremkaldt af gunstigere skatteregler - som sammen med bedre afsætningsforhold udgør en del af forudsætningen for opretholdelse af et højt investeringsniveau i U.S.A. trods det høje reale renteniveau. Dette er formentlig på sin side medvirkende til, at den stramme pengepolitik (omend i modificeret form efter 1982 og specielt også i den senere tid) har kunnet opretholdes.

*Det internationale rente-
niveau fremover*

Perspektiverne for det internationale renteniveau på længere sigt synes at være en klar tendens til faldende nominelt renteniveau - i hvert fald hvis udsigterne til stabile eller måske endog faldende råvarepriser viser sig at holde. Ligeledes må der ventes en ændring i balancen mellem penge- og finanspolitik i U.S.A., der vil føre til et lavere amerikansk renteniveau, hvilket igen, muligvis understøttet af de andre landes økonomisk-politiske reaktion på en faldende dollarkurs, kan føre til et (evt. noget svagere) fald i disse landes renteniveau. I det omfang realrenterne er holdt oppe af forsinkede inflationsforventninger og beskatningen af rente- og formueafkast, taler dette også for faldende nominelle renter, efterhånden som forventningerne bliver tilpasset den faktiske, relativt lave inflation.

IV.3 Små landes internationale renteafhængighed

9. Små lande kan selvsagt ikke øve nogen afgørende indflydelse på det internationale renteniveau. Derfor er spørgsmålet for disse lande alene, i hvilket omfang det indenlandske renteniveau følger det internationale renteniveau. Som allerede diskuteret i kapitel I afhænger denne renteafhængighed dels af valutakurspolitikken, dels af valutarestriktionerne.

Renteafhængighed af udlandet under fastkurspolitik og frie kapitalbevægelser

Et lille land, der fører fastkurspolitik i forhold til et af de toneangivende lande, og som samtidig tillader frie kapitalbevægelser til og fra det pågældende land, kan som allerede anført ikke føre selvstændig rentepolitik. Renten vil følge udviklingen i det toneangivende land, som valutakursen er knyttet til. I praksis vil friktioner og renteusikkerhed på de internationale kapitalmarkeder dog gøre det muligt i perioder, men næppe permanent, at øge afstanden mellem indenlandsk og udenlandsk rente. F.eks. vil det være muligt i en kortere periode, afhængigt af kapitalbevægelsernes rentefølsomhed, at sænke det indenlandske renteniveau med forbrug af valutareserver til følge. Afhængigt af, hvor rentefølsomme investeringerne og forbruget af varige goder er, kan denne rentemæssigt begrænsede autonomi alligevel være af betydning for konjunkturpolitikken. Men det er klart, at pengepolitikken kun kan anvendes kortsigtet. Over for længerevarende konjunkturudsving kan pengepolitikken kun være et beskedent supplement til andre former for økonomisk politik. Holland og Østrig er nærliggende eksempler på lande, der har tilstræbt faste kursrelationer til DM, og som samtidig har haft relativt frie kapitalbevægelser, jfr. også den tætte rentebinding til Tyskland i figur IV.3.

Restriktioner på kapitalbevægelser giver større renteafhængighed

Fastkurspolitik uden frie kapitalbevægelser kan derimod muliggøre en mere selvstændig indenlandsk penge- og rentepolitik. Et renteniveau, der er lavere end udlandets, kan opnås gennem restriktioner på kapitaleksporten samtidig med, at det offentlige forestår den eventuelle kapitalimport, der er nødvendig i perioder med underskud på betalingsbalancens løbende poster. Det vil dog næppe være muligt at fastholde denne politik over en længere årrække med betydelige betalingsbalanceunderskud. Også med erklæret fast-

kurspolitik kan der opstå tvivl om den økonomiske politiks troværdighed,³⁸⁾ således at der f.eks. kræves en risikopræmie for at holde fordringer i det pågældende lands valuta. Et højere renteniveau end i udlandet kan omvendt tilvebringes gennem restriktioner på kapitalimporten. Det vil dog være vanskeligt at undgå voksende valutareserver (og dermed et pres i retning af opskrivning af landets valuta på længere sigt), såfremt der er overskud på betalingsbalancens løbende poster, samtidig med at renten er højere end i omverdenen.

Den danske økonomiske politik i 1960'erne mindede i betydelig grad om førstnævnte situation med en relativt lav rente og valutarestriktioner samt offentlig kapitalimport til finansiering af betalingsbalanceunderskud.

*Forskellige
former for
fastkurspolitik*

10. Alternativet til fastkurspolitik er en form for flydende eller fleksible valutakurser. Erfaringerne fra de senere år viser, at det hører til sjældenhederne, at små lande har en egentlig flydende valutakurs. I praksis er der typisk tale enten om justerbar binding til et fast gennemsnit af andre valutaer (en såkaldt valutakurv) eller fast, men justerbar kurs i forhold til et stort lands valuta - hvor justeringer forekommer enten i form af relativt sjældne ændringer, eller i form af såkaldte "crawling-peg" arrangementer, hvor valutakursen reguleres ofte og gradvist.

Som eksempler på disse tre former for variable valutakurser kan nævnes, at Norge og Sverige lader kronen følge hver sin valutakurv, mens EMS-landene fra 1981 til 1983 gennemførte få, men relativt store kurstillpasninger. Bl.a. Israel og

38. Forventningsdannelsen på de finansielle markeder afhænger generelt af den økonomiske politiks troværdighed, hvormed forstås agenternes tiltro til de erklærede mål (og midler). En høj grad af troværdighed forudsætter bl.a., at den faktisk førte politik er i overensstemmelse med de erklærede hensigter, og at erklæringerne ikke er indbyrdes inkonsistente eller åbenlyst urealistiske i lyset af den faktiske økonomiske udvikling. Myndighederne vil imidlertid ofte stå overfor et dilemma, idet et økonomisk-politisk indgrebs ønskede virkninger jævnlige forudsætter, at indgrebet ikke er forudset af agenterne. "Overraskende" indgreb sætter på den anden side troværdigheden på spil. Valutakursændringer er et nærliggende eksempel herpå. Selv når en devaluering er nært forestående vil myndighederne forsøge at skjule dette. Derfor kan en erklæret fastkurspolitik naturligvis også være utroværdig, hvis ikke de grundlæggende økonomiske forudsætninger herfor er til stede.

Brasilien har i perioder anvendt et crawling-peg system med ganske voldsomme valutakursændringer med baggrund i stærk indenlandsk inflation.

*Rentemæssig
afhængighed af
udlandet med
variable valu-
takurser*

Med variable valutakurser opstår der et kompliceret samspil mellem rentedannelse og valutakursfastsættelse, der kun under specielle omstændigheder indebærer parallel renteutvikling i indland og udland, jfr. ovenfor om afsmitningen af renteændringen i U.S.A. på andre industrilandes finansielle markeder. Også i dette tilfælde spiller reguleringen af kapitalbevægelserne en vigtig rolle. Med frie kapitalbevægelser bestemmes valutakursen af det samlede udbud og den samlede efterspørgsel efter valuta, der fremkommer gennem udenrigshandel og kapitalbevægelser tilsammen. Den forventede valutakursudvikling vil samtidig være en vigtig determinant for kapitalbevægelserne (og i et vist omfang også for udenrigshandelen). Kapitalbevægelserne afhænger generelt af udenrigshandelsomfang o.l. samt af rentedifferencen mellem udland og indland korrigeret for forventet valutakursændring og den risikopræmie, der på grund af valutakursusikkerheden vil være knyttet til fordringer i et andet lands valuta, jfr. også diskussionen nedenfor om Danmarks kapitalimport.

*Pengepolitikken
kan overføre
tilpasningen
til udenlandske
renteændringer
til valutakur-
sen*

Den indenlandske pengepolitik er af stor betydning for, om og hvor stærkt udenlandske renteændringer smitter af på det indenlandske renteniveau, når valutakursen er variabel. Søger indlandet at fastholde renten upåvirket af omverdenen, vil valutakursen tilpasse sig til det ændrede rentespænd mellem indland og udland, således at der (igen) bliver overensstemmelse mellem forventet valutakursudvikling og

Storbritannien er et eksempel på, hvorledes en selvstændig indenlandsk rentepolitik kan medføre periodevis betydelige valutakursbevægelser; men de voldsomme rentestigninger i sommeren 1984 og igen i januar 1985 er samtidig eksempler på, at sådanne tilpasninger kan blive så store, at de må bremses gennem en omlægning af den indenlandske politik.

Et typisk eksempel på den modsatte pengepolitiske adfærd er Canada's forsøg på at følge U.S.A., når det gælder såvel renteniveau som valutakurs. Ved at lade det indenlandske renteniveau følge udlandets ændres kapitalbevægelserne ikke eller kun meget lidt, og dermed påvirkes valutakursen kun i ringe grad. Det er altså meget afgørende for rentesammenbindingen mellem lande med variable valutakurser, om der tilstræbes valutakursstabilisering eller selvstændig rentepolitik med mulighed for kraftige valutakursfluktuationer ved renteændringer. Det må dog tilføjes, at restriktioner på kapitalbevægelserne kan gøre det muligt at stabilisere valutakursen, uden at dette nødvendigvis medfører nogen stærk rentesammenbinding.

I praksis spiller den valgte form for variabel valutakurs en betydelig rolle for renteafhængigheden. Er valutaen knyttet til en valutakurv, må den indenlandske rente (med frie kapitalbevægelser) følge et vejset gennemsnit af renterne i de lande, der indgår i kurven. Er der i stedet tale om diskretionære valutakurstilpasninger, vil renten med frie kapitalbevægelser formentlig fluktuere ret kraftigt i forhold til omver-

39. Hvis eksempelvis udenlandske renter stiger, mens indenlandske renter holdes fast, vil investorer søge at omlægge deres porteføljer væk fra aktiver i indenlandsk valuta og over imod aktiver i udenlandsk valuta. Dagskursen (spotkursen) på den indenlandske valuta tenderer derved mod at falde så kraftigt, at der opstår forventninger til fremtidig opskrivning af valutaen, i og med at forventninger til kursniveauet i fremtiden påvirkes mindre end spotkursen (eller slet ikke) af skiftet i renterelationerne. Spotkursen falder så langt, at forventningerne til opskrivning af valutaen bliver bragt i balance med rentespændsændringen i udenlandsk favør; dette tilvejebringes via et samspil mellem investorer med åbne positioner ("spekulanter") og rentearbitrage mellem terminsmarkederne, hvorved spot- og terminsmarkedet for valuta og inden- og udenlandske kapitalmarkeder falder til ro med nye ligevægtspriser. Der henvises til bilag 2 i redegørelsens del II for en nærmere gennemgang.

denen afhængig af forventningene til kommende kursjusteringer. I dette tilfælde kan valutarestriktioner, kombineret med periodevis offentlig kapitalimport, dog give mulighed for at afdæmpe de indenlandske renteudsving.

Renteforskel mellem ind- og udland på længere sigt

På langt sigt antages almindeligvis, at valutakursudviklingen vil afspejle udviklingen i de relative omkostninger mellem landene (købekraftsparitetsteorien). Derfor må renteforskellen mellem ind- og udland (med frie kapitalbevægelser) på længere sigt afspejle forskelle i konkurrenceevneudvikling. Dette modificeres dog, såfremt der er varierende grad af overvæltning af inflation i de nominelle renter, jfr. ovenfor. I så fald er både større og mindre rentedifferencer end svarende til forskellen i omkostningsudvikling plausible muligheder.

Rentesammenbinding med udlandet for de korte renter

11. Traditionelt anses de korte renter (renter på fordringer med kort løbetid) for at være tættere forbundet mellem lande end de lange renter. Det hænger i høj grad sammen med, at der historisk har været langt færre restriktioner på de kortsigtede kapitalbevægelser, der i stor udstrækning er knyttet til finansieringen af den internationale handel m.v. Ligeledes er ikke mindst pengeinstitutternes internationale virksomhed - herunder rentearbitrage mellem lande, jfr. bilag 2 - i høj grad koncentreret om kortsigtede transaktioner.

... og for de lange renter

På den anden side er der en grænse for, hvor meget rentestrukturen (forholdet mellem renten på korte og lange fordringer) kan påvirkes af den indenlandske pengepolitik, idet indenlandske investorer vil vælge mellem korte og lange fordringer ud fra en afvejning af afkast og risiko ved de to kategorier af fordringer. Hertil kommer, at der i de senere år er sket en klar stigning i de internationale placeringer i fordringer med forholdsvis lang løbetid. Det er derfor et åbent spørgsmål, om der - bortset fra kortsigtsudsvingene - er nogen væsentlig forskel på de korte og de lange renters binding til det internationale renteniveau.

IV.4 Renten i Danmark i et smålandeperspektiv

Rentespændet til U.S.A og Vesttyskland for syv små europæiske lande

12. Figur IV.1-3 viser rentespændet til U.S.A. og Vesttyskland (kvartalsvise lange renter) i syv små europæiske lande i perioden 1975-84. Figuren taler på sin vis for sig selv. Det danske rentespænd har været unikt, for så vidt angår størrelsen. Dog har Sverige og Belgien ligeledes i hele perioden et positivt, men langt mindre rentespænd til både U.S.A. og Vesttyskland. Ingen af de øvrige lande har på noget tidspunkt haft et (langt) renteniveau over 15 pct., men dette har været tilfældet i Danmark uafbrudt i 7 år fra 1976 til 1983. Og det danske renteniveau har konsekvent været højere end i alle de øvrige lande i sammenligningen i hele perioden 1975-84.

Hvorfor afviger den danske renteutvikling fra udviklingen i de øvrige små lande?

13. Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster kunne være et nærliggende udgangspunkt for forklaringer på det stærkt afvigende danske renteniveau. Figur IV.6-7 viser, at det danske betalingsbalanceproblem gennemgående har været større og mere permanent end de øvrige landes. Det ligger således lige for, at Holland med positiv saldo på de løbende poster og Østrig med relativt beskedne underskud ikke har noget rentespænd. Derimod er det bemærkelsesværdigt, at Belgien, Finland og Sverige, som har haft betydelige underskud - omend i gennemsnit ikke helt på dansk niveau - ikke har haft rentespænd på over ca. 1 pct.-point i forhold til U.S.A. siden 1979 og for Finlands vedkommende endda et negativt rentespænd siden 1980. Og på sin vis er det vel også bemærkelsesværdigt, at Norge kunne finansiere sine voldsomme underskud i 70'erne uden noget rentespænd, omend udsigterne til fremtidige overskud som følge af de påviste olie- og gasforekomster naturligvis skabte en speciel situation.

Hverken betalingsbalanceudviklingen

Alt i alt viser erfaringerne fra disse lande altså, at det har været muligt at finansiere endog ret betydelige betalingsbalanceunderskud uden noget nævneværdigt rentespænd. Der kan på den anden side ikke ses helt væk fra, at det permanente, store danske underskud har nødvendiggjort et noget større dansk rentespænd af hensyn til kapitalimporten.

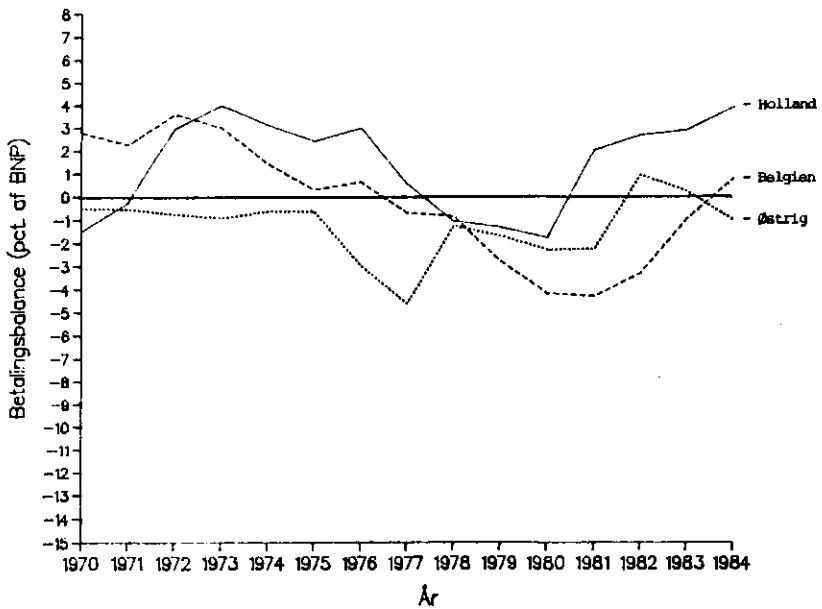
... eller den

14. Den forventede valutakursudvikling er en anden mulig

Figur IV.6 : Betalingsbalancens løbende poster



Figur IV.7 : Betalingsbalancens løbende poster



Kilde : IMF's International Financial Statistics.

forventede valutakursudvikling kan give en tilstrækkelig forklaring

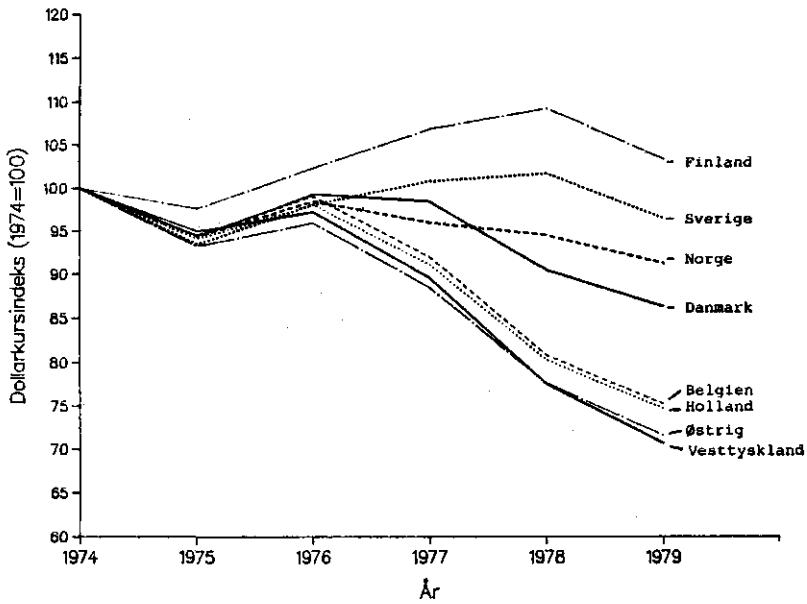
determinant for rentespændet. I mangel af bedre kan den faktiske kursudvikling, jfr. figur IV.8-9, måske give et fingerpeg om valutakursforventningernes mulige betydning. Figuren afslører ret klart forskellene i landenes valutakurspolitik i denne periode. Holland og Østrig har fulgt DM ret tæt i hele perioden, mens Belgien svækkede DM-bindingen i 1981-83. De nordiske lande fulgte i store træk dollaren indtil 1980. Herefter har Norge og Finland fulgt DM indtil 1983, mens Danmark og Sverige har devalueret betydeligt både i forhold til DM og dollar. På denne baggrund er den danske renteutvikling iøjnefaldende. Set over hele perioden er den danske valutakursudvikling en slags gennemsnit for de nordiske lande - lidt svagere depreciering i forhold til DM i begyndelsen, men til gengæld lidt stærkere efter 1979. Den svenske krone devalueres mest af alle de her omfattede valutaer. Den faktiske valutakursudvikling giver derfor isoleret set ikke grundlag for et specielt højt dansk renteniveau.

Et alternativt udtryk for deprecieringsforventninger kunne være forskellene i inflationstakt i de berørte lande. Figur IV.10 viser, at købekraftpariteten er en ganske god tilnærmelse til valutakursbestemmelsen over den betragtede 10-års periode. I hvert fald er den danske krones depreciering i forhold til DM i nogenlunde god overensstemmelse med den forskellige udvikling i Danmark og Vesttyskland i den berørte periode (der har været en real depreciering af D.kr. på omkring 1 pct. p.a. i gennemsnit i perioden).

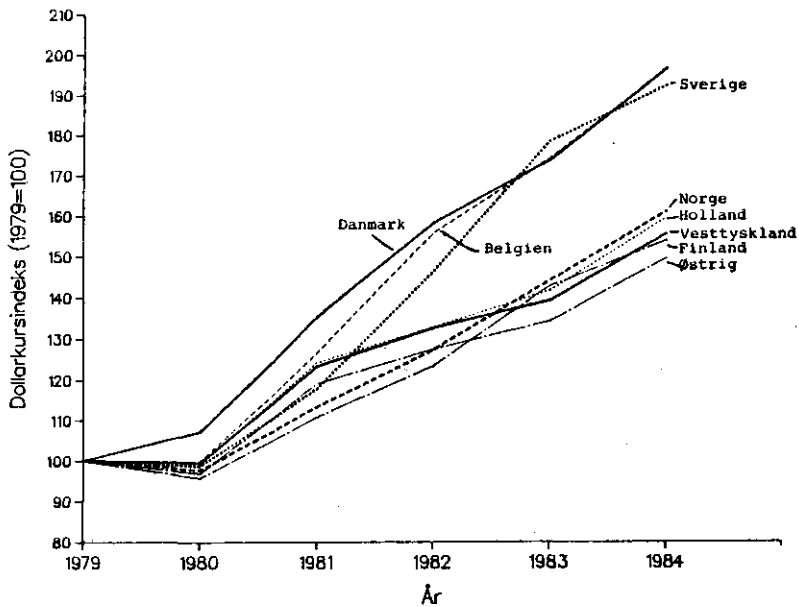
Forskelle i inflationstakt giver derfor ikke nogen overbevisende begrundelse for deprecieringsforventninger, der overstiger den faktiske depreciering.

Derimod kunne kombinationen af inflationstakt og betalingsbalanceudvikling måske danne grundlag for yderligere deprecieringsforventninger i forhold til DM i hvert fald for danske og svenske kroner, finske mark og belgiske franc. Disse fire lande har, ikke mindst som følge af den oparbejdede udlandsgæld, fortsat betydelige betalingsbalanceunderskud i 1983 trods deprecieringer i forhold til DM fra 30-80 pct. i perioden 1975-83. Med så betydelig ekstern uligevægt er købekraftsbetragtninger selvsagt ikke holdbare som langsigtet forventning til valutakurserne. På længere sigt

Figur IV.8 : Valutakursudvikling, 1974-79

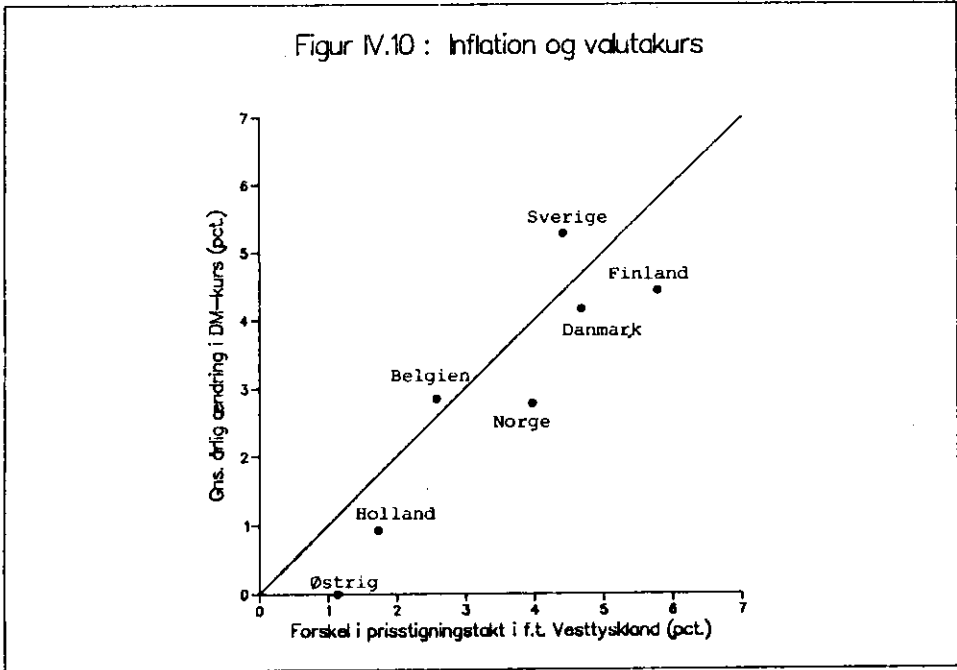


Figur IV.9 : Valutakursudvikling, 1979-84



Kilde : IMF's International Financial Statistics.

Figur IV.10 : Inflation og valutakurs



Anm.: Arsgennemsnit for perioden 1970-1984.

Kilde : IMF's International Financial Statistics.

må der ske en realdepreciering enten via lavere inflations-takt end omverdenens eller via nominelle deprecieringer, der overstiger inflationsforskellen. Det ville forekomme helt plausibelt, om forventningerne hældede til nominelle deprecieringer,⁴⁰⁾ når kursudviklingen for de 4 lande i denne periode erindres. Dette kunne i givet fald begrunde en rentedifference i forhold til omverdenen. Det svært forklarlige er, at dette kun viser sig for Danmarks vedkommende.

40. Således at der indgår både en kursændringsforventning og en kursrisikopræmie i porteføljeovervejelserne.

Men Danmarks samlede balanceproblem har været af en særlig størrelsesorden,

ligesom valutakurspolitikken kan have betydet særlig høje danske renter.

Der er trukket særlige veksler på pengepolitikken i Danmark

Danmark adskiller sig fra de øvrige nordiske lande ved en noget højere registreret ledighed i hele perioden,⁴¹⁾ hvilket kunne tages som udtryk for, at de danske balanceproblemer ville være betydeligt vanskeligere at løse. Dette kunne igen begrunde, at der i højere grad forventedes danske valutakurstilpasninger. Især for sidste halvdel af den betragtede periode ser balanceproblemerne imidlertid mindst lige så alvorlige ud i Belgien. Men måske spiller det en vis rolle, at Belgien ikke har en stor, gammel gæld som Danmark.

Endelig kan den "officielle" valutakurspolitik øve indflydelse på forventninger og renteniveau. For Danmarks vedkommende skiftede politikken fra omtrentlig halvårlige justeringer indenfor slangesamarbejdet i de sidste 2 1/2 år inden EMS'ens oprettelse i marts 1979 til en tilsyneladende noget mere offensiv strategi frem til 1982. I de seneste år har der - lire-devalueringen i juli 1985 dog undtaget - været ført udpræget fastkurspolitik indenfor EMS. Selvom der ikke er nogen mærkbar forskel i faktisk valutakursudvikling i forhold til DM i perioden før og efter 1979 kan det ikke udelukkes, at valutakursændringerne før 1979 i højere grad kom som "overraskelser" i hvert fald for danskere. Dette kan have spillet en vis rolle, fordi en meget stor del af den private kapitalimport som følge af valutareguleringerne (herunder standsning af salg af danske kroneobligationer til udlandet i 1979) bygger på indenlandsk initiativ. Da der uden tvivl blev større opmærksomhed omkring valutakursændringer efter 1979, kan der heri ligge en selvstændig dæmpende virkning på kapitalimporten. Havde der derimod været adgang til mere alsidige porteføljetransaktioner mellem Danmark og omverdenen, ville denne effekt næppe have været så stor.

15. Spørgsmålet er herefter, om Danmark af andre grunde end de netop drøftede har haft særlige vanskeligheder ved at finansiere sit betalingsbalanceunderskud, således at renteniveauet er blevet særligt højt, eller om der (desuden) har været trukket større veksler på pengepolitikken i Danmark end i de andre lande. Med de restriktioner på kapitaleksport og -import, der har været gældende i perioden, jfr. kapitel I, har det i princippet været muligt - for at dæmpe den indenlandske efterspørgsel af hensyn til betalingsbalancen - at

41. Denne kombination af realøkonomiske forhold og offentlige budgetunderskud kan derfor i en vis forstand tænkes at være rentedrivende via valutakursforventningerne.

holde et højere dansk renteniveau end det, der var nødvendigt for at sikre kapitalimporten. Meget taler for, at pengepolitikken fra 1976 og frem blev tilrettelagt ud fra hensynet til den løbende betalingsbalance. En betydelig privat kapitaleksport i kortere perioder i årene 1980-82 med flere danske devalueringer og stærkt stigende internationalt renteniveau medførte dog, at pengepolitikken gradvist blev bundet mere af valutahensynet.

Denne vurdering forekommer plausibel ikke mindst i lyset af de private kapitalbevægelser,⁴²⁾ og f.eks. de ændrede valutabestemmelser i 1979, og svarer desuden meget godt til analyserne af virkningerne af den førte økonomiske politik bl.a. i Dansk Økonomi, maj 1982 og december 1983. Denne økonomiske politik byggede bl.a. på en nedpresning af investeringerne og forbruget af varige goder gennem en høj rente.

*Højrentepolitik
for at dæmpe
betalingsba-
lanceudviklin-
gen*

Som tidligere nævnt kan offentlig udgiftsvækst finansieret gennem udstedelse af statsobligationer under visse omstændigheder medvirke til at presse renteniveauet i vejret. Anlægger man den vurdering, at finanspolitikken i perioder blev mere ekspansiv end ønskeligt, kan pengepolitikken dermed være blevet "presset" endnu mere i kontraktiv retning af hensyn til underskuddet på betalingsbalancens løbende poster.

*... dog med be-
grænsede virk-
ninger for in-
vesteringerne*

Danmark synes at være det eneste af landene i denne sammenligning, der har ført denne form for økonomisk politik - i hvert fald hvad investeringsbegrænsninger angår. Således har bl.a. Norge og Sverige som omtalt søgt at holde et lavt renteniveau - bl.a. gennem kreditrationering og placeringspligt for institutionelle investorer, jfr. den mere udførlige redegørelse herfor i kapitel III. Samtidig er der vel i historiens lys en del, der tyder på, at der skal et temmeligt stort rente-

42. Jfr. også følgende udtalelse af Knut Getz Wold, direktør for Norges Bank i 1981: "Danmark har en betydelig kapitalindstrømning i forskellige former fra udlandet - stimuleret af det relativt høje renteniveau. For et par år siden fortalte prominente tyske bankfolk os, at de systematisk rådede deres private kunder til at købe danske obligationer, som for investorer var den mest favorable porteføljeinvestering i verden. Dette seneste råd blev også fulgt af IMF's pensionskasse og adskillige andre finansielle institutioner" (Norges Banks kvartalsskrift Penger og Kredit 1981/2)

hop til for afgørende at dæmpe investeringerne. I hvert fald kan det slås fast, at bolig- og erhvervsbyggeriet i Danmark nok lå på et lavere niveau end i begyndelsen af 1970'erne, men med den indkomstudvikling og tiltagende arbejdsløshed, der karakteriserede midten af 1970'erne, er omkring 35.000 nye boliger pr. år relativt højt ved en rente på 16-17 pct. Medvirkende til den beskedne effekt af rentestigningen på byggeaktiviteten kan meget vel være de fortsatte prisstigninger og forventninger hertil, således at den forventede realrente efter skat i ejerboligsektoren var negativ, jfr. også tabel V.1 og kapitel V.

For erhvervsinvesteringerne spillede særlåneordninger/rentesubsidier, jfr. kapitel V, en voksende rolle i denne periode. Dette har medvirket til en "afkobling" af investeringerne fra renteniveauet. Den samlede aktivitetsdæmpning og den heraf afledede betalingsbalanceforbedring fra rentepolitikken har således (på kort sigt i hvert fald) efter alt at dømme været ret beskeden. Samtidig medførte denne udvikling en drejning i udlandslåntagningen væk fra en direkte investerings(-projekt) -finansiering.

Siden 1980 synes intentionerne mere på linie med andre lande

En vigtig forskel mellem Danmark og de øvrige lande synes altså at være forsøget på at lade en relativt markedsorienteret pengepolitik vedrørende den lange rente være aktivitetshæmmende i perioden 1976-80. Efter 1980 synes der imidlertid ikke at være nær så afgørende forskel i pengepolitikens mål i underskudslandene - det er valutastillingen/de korte kapitalbevægelser, der får afgørende betydning for renteudviklingen. En del af forklaringen på det exceptionelt høje danske renteniveau i denne periode - den danske rentestigning fra 1979 til 1981 er af nogenlunde samme størrelsesorden som i andre lande - kan tænkes at ligge i, at en rentestigning var nødvendig for at fastholde og udbygge kapitalimporten i en periode med stigende international rente og øget dansk betalingsbalanceunderskud, uagtet at det danske renteniveau var højt i udgangssituationen.

Dette forhold kan være forstærket af, at den danske kapitalimport - bl.a. på grund af restriktioner trods alt i betragtning af rentespændet ikke var overvældende stor i perioden 1976-79, renten taget i betragtning. Havde der i denne

periode været færre restriktioner på kapitalimporten, ville en noget mindre rentestigning i 79/80 måske have været tilstrækkelig til at sikre valutabeholdningen.

Forholdsvís lav kapitalimport trods høj rente

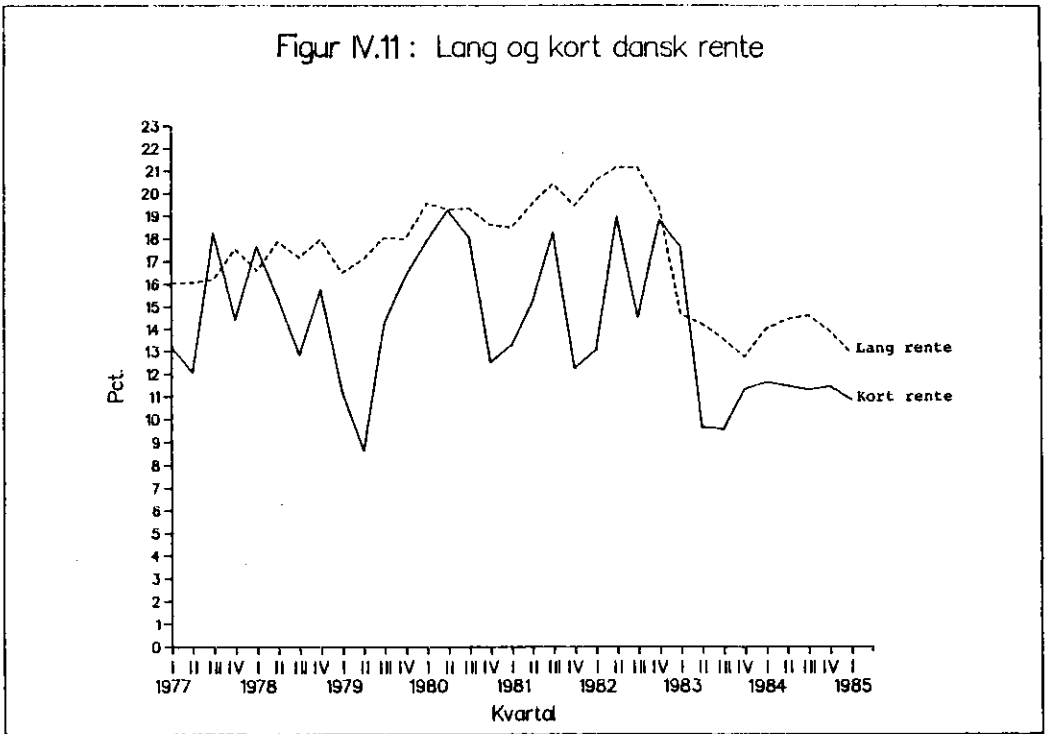
Det er værd at erindre, at rentespændet ifølge teorien har betydning for beholdningsstørrelserne, in casu den samlede sum af udenlandske fordringer (netto) på Danmark. Ovenstående argumentation indebærer altså en "for lav" tilvækst i disse beholdninger (og dermed den danske valuta-beholdning) i perioden 1976-79 - givet rentespændets størrelse i forhold til de foregående år. Denne "manglende" reaktion skyldes i hvert fald delvist dels en ret passiv markedsføring af danske fordringer, dels at man, da salget for alvor kom igang i 1979 i forbindelse med øget udenlandsk tillid til en fast kronkurs indenfor EMS meget hurtigt fandt det påkrævet at suspendere salg af statsobligationer til udlændinge. Da der derefter blev behov for endnu større kapitalimport i 1980-82, var der på kort sigt ingen vej uden om at lade den danske rente følge den opadgående udenlandske rente. Stor vægt på privat kapitalimport i forhold til offentlig låntagning indebærer meget store renteændringer, når de valutariske forudsætninger ændres, som det var tilfældet omkring 1980.

Samtidig afvikledes en række kvantitative styringsinstrumenter over for pengeinstitutterne, og belåningsrammerne for realkreditte forhøjedes, hvorved en større del af den samlede kreditformidling kom til at foregå over de officielle markeder. En sådan omlægning, hvor de grå markeders betydning reduceres, må antages at trække i retning af højere rente på de officielle markeder. Da renteniveauet på f.eks. pantebrevsmarkedet gennemgående lå klart over obligationsrenten, er det meget tænkeligt at gennemsnitsrenten fra et låntagersynspunkt falder ved en sådan omlægning fra de grå til de officielle kreditmarkeder.

Fremmer den danske rentestruktur et generelt højt renteniveau?

Måske er den danske rentestruktur ligeledes en medvirkende årsag til det høje renteniveau. Med undtagelse af korte perioder med valutauro og stort udbud af kortfristede statspapirer har den lange rente således typisk ligget 2-3 pct.-point over den korte rente i Danmark, jfr. figur IV.11. Derimod havde f.eks. Belgien i perioden 1979-82 typisk den

Figur IV.11 : Lang og kort dansk rente



Kilde: IMF's International Financial Statistics.

omvendte rentestruktur med den korte rente som den højeste. Det er derfor eksempelvis nærliggende med den danske rentestruktur, at en eurodollarrente på godt 16 pct. som i 1981 måtte give en lang rente på 18-19 pct. i Danmark, mens den lange rente i Belgien på daværende tidspunkt var omkring 14 pct. Der er flere forklaringer på den danske rentestruktur, men forskellen mellem kort og lang rente er sandsynligvis forstærket af den skattemæssige behandling af renter og kursgevinster. Da skattefrie kursgevinster udgør en større andel af det samlede afkast for korte papirer, vil det disponible afkast ved given effektiv rente være størst for korte papirer, dvs. at efter-skat-rentestrukturen for skat-

teydere med høje marginale skatteprocenter i perioder kan vende modsat før-skat-rentestrukturen. Selv ved forventninger om stabil rente vil der dermed kunne være en betydelig difference mellem korte og lange renter forudsat at de agenter, der ikke beskattes af kursgevinster, tegner sig for en mærkbar del af efterspørgselen. Statsgældspolitikken, som i nogle år lagde stor vægt på korte papirer med betydelige kursgevinster, har derfor sandsynligvis medvirket til en betydelig merrente på lange fordringer.

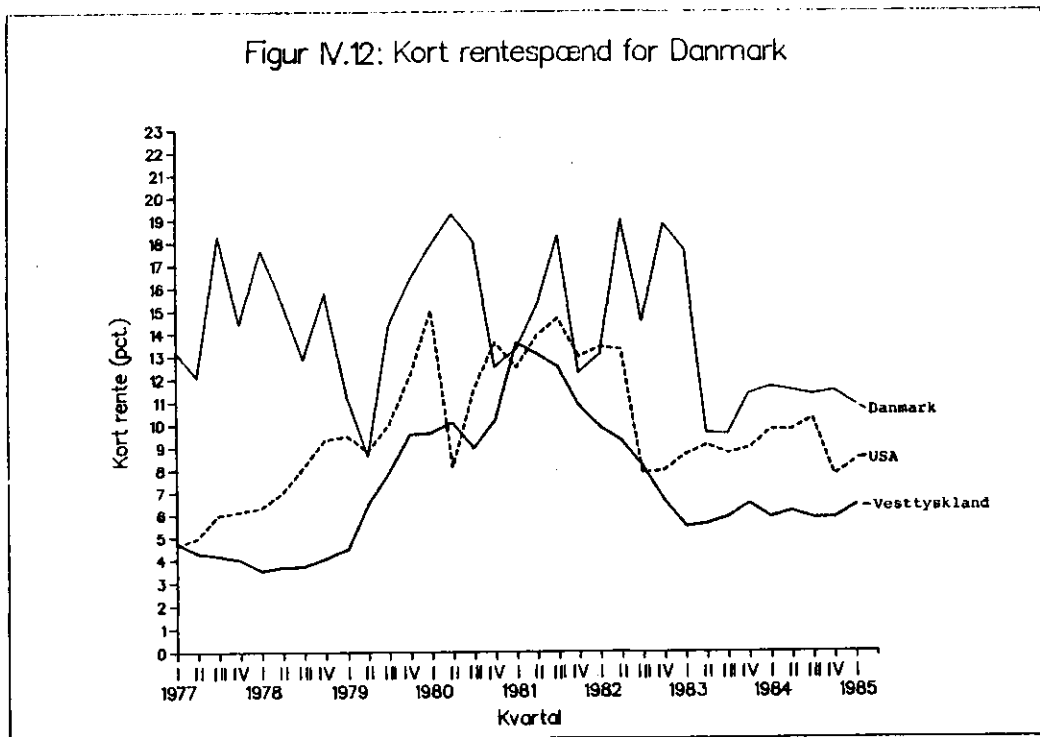
*Rentespændet
til udlandet
for korte resp.
lange renter*

16. Som omtalt ovenfor kan der være flere ting, der taler for at de korte danske renter er mere afhængige af udenlandske renter end de lange. I så fald skulle rentespændet i hvert fald for en del af den betragtede periode være klart mindre for de korte renters vedkommende - dels fordi valutarestriktionerne har været mindre restriktive vedrørende fordringer med kort løbetid, dels fordi den finansielle sektor i høj grad opererer i den korte ende af de finansielle markeder.

Figur IV.12 giver ikke indtryk af nogen afgørende stærkere sammenbinding af de korte renter sammenlignet med de lange renter for Danmarks vedkommende i perioden fra 1977 og frem. Der kan derfor ikke heri hentes nogen stærk støtte til formodningen om at udviklingen i den korte rente i Danmark skulle være stærkt præget af den internationale renteutvikling i denne periode.

17. Rentespændet for de korte renters vedkommende er mest udtalt i perioden indtil 1979 og igen for 1982 og frem. Kun i perioden fra slutningen af 1980 til begyndelsen af 1982, hvor den danske valutakurspolitik synes at have været mere aktiv end i årene forud, var rentespændet meget stærkt indsnævret. I denne periode kunne det korte danske renteniveau næppe have været afgørende lavere af hensyn til valutabeholdningen. Til gengæld var afstanden mellem korte og lange renter gennemgående meget større i denne periode, hvilket kan hænge sammen med en omlægning af statsgældspolitikken med større salg af obligationer med længere løbetid bl.a. ud fra et ønske om at opretholde den aktivitetsdæmpende pengepolitik fra slutningen af 1970'erne.

Figur IV.12: Kort rentespænd for Danmark



Kilde: IMF's International Financial Statistics.

IV.5 En empirisk analyse af dansk nettokapitalimport i de senere år⁴³⁾

18. Den danske private, ikke-finansielle sektors samlede kapitalimport (netto) i de senere år - og underkomponenter heri - er som led i arbejdet med nærværende redegørelse blevet underkastet en empirisk analyse. I det følgende gengives nogle erfaringer fra arbejdet med denne analyse.

43. Dette afsnit indledes med en gennemgang af analysen; der kan evt. springes frem til analysens konklusioner i pkt. 21 og pkt. 22. En detaljeret beskrivelse af arbejdet med estimation af den danske private nettokapitalimport findes i bilag 4 i redegørelsens del II.

Danmarks finansielle samkvem med udlandet

De finansielle strømme, der tilsammen udgør Danmarks nettokapitalimport, anskues bedst som resultatet af danske (resp. udenlandske) virksomheders ønske om at variere på beholdninger af udenlandske (resp. danske) aktiver eller passiver. Det bagvedliggende finansielle samkvem mellem Danmark og udlandet stammer fra i det mindste tre forhold: For det første det handelsmæssige samkvem med udlandet - enhver vare- eller tjenestestrøm afstedkommer altid en modsat rettet fordringsstrøm/finansiell strøm. For det andet nettoopsparingsniveauet i Danmark (og i omverdenen) - et underskud på den danske betalingsbalances løbende poster er til eksempel udtryk for, at det danske samfund har en negativ nettoopsparing (den indenlandske opsparing er lavere end investeringerne), hvilket betyder, at landet har behov for kapital fra lande med et nettoopsparingsoverskud.

For det tredje styres det danske finansielle samkvem med omverdenen af institutionelle forhold i bred forstand. To aspekter falder umiddelbart i øjnene, nemlig som det ene de danske finansielle formidlere og deres udlandsrelationer og som det andet de danske valutabestemmelser.

De finansielle formidlers rolle

Danmark har ikke mindst i de senere år været med i den internationale finansielle integrationsproces; mange danske pengeinstitutter har et særdeles omfattende net af korrespondentbanker over hele kloden og har etableret filialer eller datterbanker i udlandet, ligesom et mindre antal udenlandske banker har etableret sig i Danmark. Alt andet lige vil en sådan aktiv deltagelse i den internationale finansielle integration skabe grundlag for livligere kapitalbevægelser mellem Danmark og andre lande.

Valutabestemmelsernes betydning

Omfanget og karakteren af kapitalbevægelserne hænger selvsagt endvidere sammen med, hvilke finansielle transaktioner med udlandet, der rent faktisk er lovliggjort. Som nærmere gennemgået i kapitel II er de danske valutabestemmelser blevet lempet gradvist gennem de seneste 20 år med vigtige revisioner i maj 1983 og januar 1984 og for nylig pr. 1. juni 1985. Jo færre restriktioner, valutabestemmelserne lægger på de finansielle transaktioner mellem ind- og udland, jo større bliver potentialet for store udsving i bevægel-

serne foranlediget af et givet udsving i renterelationerne mellem Danmark og omverdenen.

Motiver til kapitalbevægelser

19. Motivet til de beholdningsændringer, som viser sig som kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet, kan enten være af realøkonomisk eller af finansiel art.

Som eksempler på de mere reale faktorer bag kapitalbevægelserne kan anføres følgende: En forskydning af den danske udenrigshandel vil føre en ændring i de hertil svarende varekreditter med sig, hvilket vil manifestere sig som en kapitalbevægelse. Endvidere vil en stigning i det danske investeringsniveau næsten automatisk føre til øget privat kapitalimport, eftersom udlandsfinansiering (via finansielle lån o.a.) repræsenterer en af de mulige finansieringskilder, jfr. også kapitel V.

Den vigtigste finansielt betonedede faktor, der kan afstedkomme kapitalbevægelser, er forskydning i afkastet af udenlandske fordringer i forhold til danske, resp. forskydning i lånevilkår i udlandet i forhold til indenlands. Der kan her være tale om egentlige renteændringer i ind- eller udland, eller der kan være tale om en justering af de berørte virksomheders bedømmelse af den sandsynlige forskydning i kursen mellem den danske krone og den relevante udlandsvaluta. Denne bedømmelse angår dels niveauet for kursændringsforventningen og dels selve usikkerheden om den fremtidige valutakurs.

En opdeling af de danske kapitalbevægelser?

20. To indfaldsvinkler til statistisk undersøgelse af den private, ikke-finansielle sektors nettokapitalimport har været benyttet. Den ene implicerer, at nettokapitalimporten betragtes under eet; den anden bygger på en opdeling i flere komponenter efter formålet med den pågældende kapitalimport.

Statistisk set må der siges at være opnået bedre forklaring af de samlede kapitalbevægelser i den historiske periode gennem den sidst anførte disaggregering i analysen. Tillige synes de udtryk for sammenhængen mellem den samlede nettokapitalimport og reale, hhv. finansielle determinanter herfor, som er opnået i den disaggregerede analyse, at være

noget mere troværdige. Der ses derfor her alene på resultaterne af den disaggregerede analyse. I denne er nettokapitalimporten til den indenlandske private, ikke-finansielle sektor, opdelt i følgende komponenter:

- korte kapitalbevægelser (såkaldte ikke-registrerede samt korte, registrerede kapitalbevægelser) med særlig relation til udenrigshandelen
- porteføljemæssige kapitalbevægelser (værdipapirhandel med udlandet)
- "lange" kapitalbevægelser (finanslån og andre ikke-kommercielle kreditter til virksomheder)
- resten (direkte investeringer, bevægelser på virksomheders udlandskonti m.v.)

Under den formodning, at det vil være svært at fastslå determinanterne for rest-kategorien (forsøg herpå viste sig i øvrigt også resultatløse), er arbejdet blevet koncentreret om behandlingen af de førstnævnte tre komponenter. Tabel IV.1 opsummerer følsomheden i de tre undergrupper af kapitalimport over for ændringer i

- rentespænd mellem Danmark og udlandet,
- import- og eksportstrømme (korte kapitalbevægelser)
- den indenlandske investeringsaktivitet (lange udlandslån)
- den indenlandske formue (lange og korte kapitalbevægelser)
- kronkursen (porteføljemæssige og lange kapitalbevægelser),

som den kunne registreres i de tre undergrupper af nettokapitalimporten.

Kapitalimportens følsomhed

21. Bortses der fra den eventuelle indvirkning på restkomponenten, de direkte investeringer m.v., synes en varig stig-

Tabel IV.1: Følsomheden i kapitalbevægelserne over for ændringer i forklarende variable

a) Korte kapitalbevægelser

- dansk rente op 1 pct.point:	+0,23 mia.kr.
- eksport op 1 mia.kr.: (samme og næste kvartal)	-0,20 mia.kr.
- import op 1 mia.kr.: (samme + 2 næste kvartal)	+0,17 mia.kr.
- formue op 1 mia.kr.:	-0,06 mia.kr.

b) Porteføljemæssige kapitalbevægelser

- dansk rente op 1 pct.point:	+0,32 mia.kr.
- nylig, uventet nedskrivning af kr. på 1 pct.:	-0,51 mia.kr.

c) Lange kapitalbevægelser

- dansk rente op 1 pct.point:	+0,10 mia.kr.
- erhvervmæssige nettoinvest. op 1 mia.kr.:	+0,21 mia.kr.
- nylig uventet nedskrivning af kr. på 1 pct.:	-0,42 mia.kr.
- formue op 1 mia.kr.:	-0,07 mia.kr.

Anm.: Ovenstående følsomhedsberegning tager udgangspunkt i fjerde kvartal 1984 samt i de mest tilfredsstillende regressionsligninger for de tre grupper af kapitalbevægelser, jfr. tabel 4.4 i bilag 4 i redegørelsens del II.

Bortses der fra restkomponenten bestående af direkte investeringer, bevægelser i danske virksomheders udlandskonti m.v. kan der af ovenstående udledes udtryk for følsomheden i de samlede private kapitalbevægelser over for de i tabellen medtagne ændringer i finansielle og realøkonomiske faktorer.

over for forskellige reale og finansielle faktorer

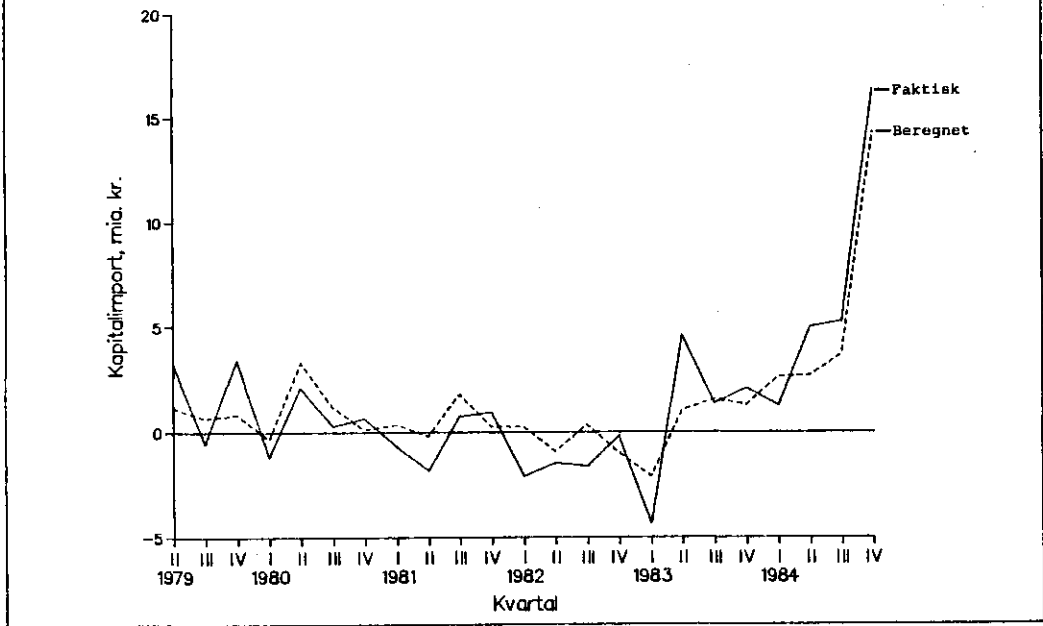
ning på 1 mia.kr. i importen direkte at føre til merkapitalimport i omfanget 170 mill.kr. i samme og to efterfølgende kvartaler. En tilsvarende varig stigning på eksportsiden udløser en reduktion af kapitalimporten af størrelsesordenen 200 mill.kr. i samme og det efterfølgende kvartal. En investeringsstigning på 1 mia.kr. ser ud til at føre til en stigning i nettokapitalimporten på godt 210 mill.kr., og et fald i den indenlandske private, ikke-finansielle sektors formue på 1 mia.kr. vil forhøje kapitalimporten i samme periode med ca. 130 mill. Endelig vil et uventet fald i kronekursen på 1 pct. i et givet kvartal ifølge undersøgelsen resultere i et samtidigt fald i kapitalimporten på omkring 1 mia.kr. (Alle størrelser beregnet ud fra de fundne empiriske sammenhænge og ultimo 1984). Disse fundne følsomheder forekommer rimelige.

Den samlede fundne følsomhed i nettokapitalimporten over for variationer i rentespænd til udlandet er derimod utroværdigt lav. Ifølge de opnåede resultater skulle et udenlandsk rentefald på 1 procentpoint således kun udløse en opgang i kapitalimporten i samme periode på under 1 mia.kr. For den omfattede historiske periode (1979-84) ville man have forventet en noget højere rentefølsomhed.

Figur IV.13 viser dels summen af den faktiske nettokapitalimport inden for de tre analyserede kategorier i perioden 1979-84 og dels den sum, der er indeholdt i de i analysen fundne sammenhænge. Man bemærker her, at der er større afvigelser i fjerde kvartal 1979, første kvartal 1982 samt første og andet kvartal 1983. I bl. a. disse kvartaler ville man også vente, at omsving i valutakursforventninger og i usikkerhed omkring kronekursen kunne gøre det særligt vanskeligt at opfange den faktiske udvikling i nettokapitalimporten med de anvendte forklaringsfaktorer.

22. Hovedindtrykket fra den empiriske undersøgelse af de danske kapitalbevægelser i de senere år er, at det generelt er vanskeligt at opnå en dækkende forklaring af de historiske omsving i den private nettokapitalimport. Sammenhængen mellem kapitalbevægelserne og de ovenfor nævnte realøkonomiske forhold synes nok at kunne opfanges på tilfredsstillende vis, mens det er anderledes problematisk at finde troværdige udtryk for finansielle faktorerers indflydelse

Figur IV.13 : Faktisk og beregnet kapitalimport



Anm.: Figuren viser summen af den faktiske kapitalimport indenfor kategorierne korte, porteføljemæssige og lange kapitalbevægelser samt den ud fra de mest tilfredsstillende regressionsligninger beregnede samlede kapitalimport inden for de nævnte kategorier (disse regressionsligninger er anført i tabel 4.4 i bilag 4 i redegørelsens del II). I øvrigt indeholder tabel II.1 i kapitel II statistiske oplysninger på årsbasis om de enkelte grupper af kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet for årene 1979 til 1984.

på kapitalbevægelserne.

Vanskeligheder ved bestemmelse af kapitalbevæ-

Der er flere grunde til vanskelighederne med at relatere den danske kapitalimport til ændringer i finansielle forhold: I sammenligninger af det relative afkast/den relative forrent-

ning af inden- og udenlandske fordringer indgår der dels rene renter (og evt. forventninger hertil og i denne forbindelse til obligationskurser m.v.) og dels forventninger til valutakursudviklingen samt antagelig en præmie for, at de økonomiske agenter vil påtage sig valutakursrisiko. Et problem består nu i, at valutakursforventningerne (såvel som forventninger til fremtidig rente- og kursudvikling på fordringer) i sagens natur ikke er målelige og observerbare og således næsten umulige at anslå i forbindelse med empiriske analyser.

Et andet problem hidrører fra, at de fordringer, der danner basis for de finansielle strømme mellem Danmark og udlandet, ofte kun planlægges holdt i forholdsvis korte tidsrum. Over meget korte perioder vil ændringer i det "rene rentespænd" mellem Danmark og udlandet let kunne overskygges af skift i forventninger til op- eller nedgang i kursen mellem kronen og udlandsvalutaen (eller evt. skift i obligationskurser). Det er da ikke længere egentlige renteændringer, men snarere forventningsskift, der primært kommer til at styre kapitalbevægelserne.

I den netop refererede empiriske analyse er valutakursforventninger kædet sammen med forskydninger i den relative købekraft af kronen og udenlandske valutaer, men det må erkendes, at det ikke har været muligt at finde anvendelige mål for de faktiske "stemningsskift" over for kronen, altså skift i forventninger til og usikkerhed omkring den fremtidige kroneudvikling. Der er i den historiske periode flere eksempler på, hvorledes sådanne stemningsskift i perioder enten før en faktisk justering af kronens værdi eller omvendt med markering af vilje til opretholdelse af kronens værdi har influeret markant på nettokapitalimporten til den private sektor.

23. Liberaliseringen af valutabestemmelserne, kombineret med mere udbredte forventninger om fastkurspolitik, vil selvsagt forøge kapitalimportens rentefølsomhed overfor de observerede renteforskelle, også fordi de vanskeligt observerbare forventningsændringer og usikkerheder bliver mindre. Omvendt giver den empiriske analyse støtte til det tidligere i kapitlet anførte, at det meget store rentespænd mel-

lem Danmark og omverdenen siden midten af 1970'erne kun har kunnet opretholdes, fordi kapitalimporten især gennem valutabestemmelserne har været delvist afkoblet fra rentespændet i denne periode. Udviklingen i 1984-85, herunder det omfattende salg af krone-obligationer til udlandet, viser meget tydeligt, at kapitalimportens rentefølsomhed med de nugældende valutabestemmelser og den formindskede valutakursrisiko i forhold til EMS-valutaerne nu er så stor, at der er lagt bånd på det danske renteniveau i forhold til renterne i EMS-landene.

IV.6 Afslutning

Faktorerne bag den tidligere høje danske rente

24. Sammenfattende kan man pege på kombinationen af en række forhold, der kan tænkes at have medvirket til det exceptionelt høje (lange) renteniveau i Danmark sammenlignet med andre små lande:

- 1) Størrelsen af udlandsgælden i udgangssituation og de permanente underskud på de løbende poster i perioden.
- 2) En mere ugunstig kombination af arbejdsløshed og betalingsbalanceunderskud end andre lande.
- 3) Den danske rentestruktur.
- 4) Større vægt på pengepolitikens aktivitets- og betalingsbalancevirkning, især i perioden 1976-80.
- 5) Begrænset kapitalimport trods et meget betydeligt rentespænd, på grund af valutabestemmelserne.

Derimod er det svært at afdække nogen væsentlig direkte effekt fra udviklingen i valutakursen i perioden med det meget høje rentespænd. Dels har flere af de andre landes valutakurspolitik de facto ikke adskilt sig meget fra den danske, dels medførte perioden med mere aktive devalueringer ikke noget afgørende brud med valutakursudviklingen i forhold til DM (og S.kr.) sammenlignet med årene forud. Kun Østrig og Holland, der mere permanent har tilstræbt faste kursrelationer til DM, har et lidt mindre rentespænd end Bel-

gjen og de nordiske lande (excl. Danmark). Det er dog som nævnt tænkeligt, at indtrykket af en mere aktiv dansk devalueringspolitik indirekte har haft betydning gennem forventningsdannelsen, fordi en stor del af kapitalimporten i denne periode blev initieret af indenlandske agenter bl.a. på grund af valuabestemmelserne.

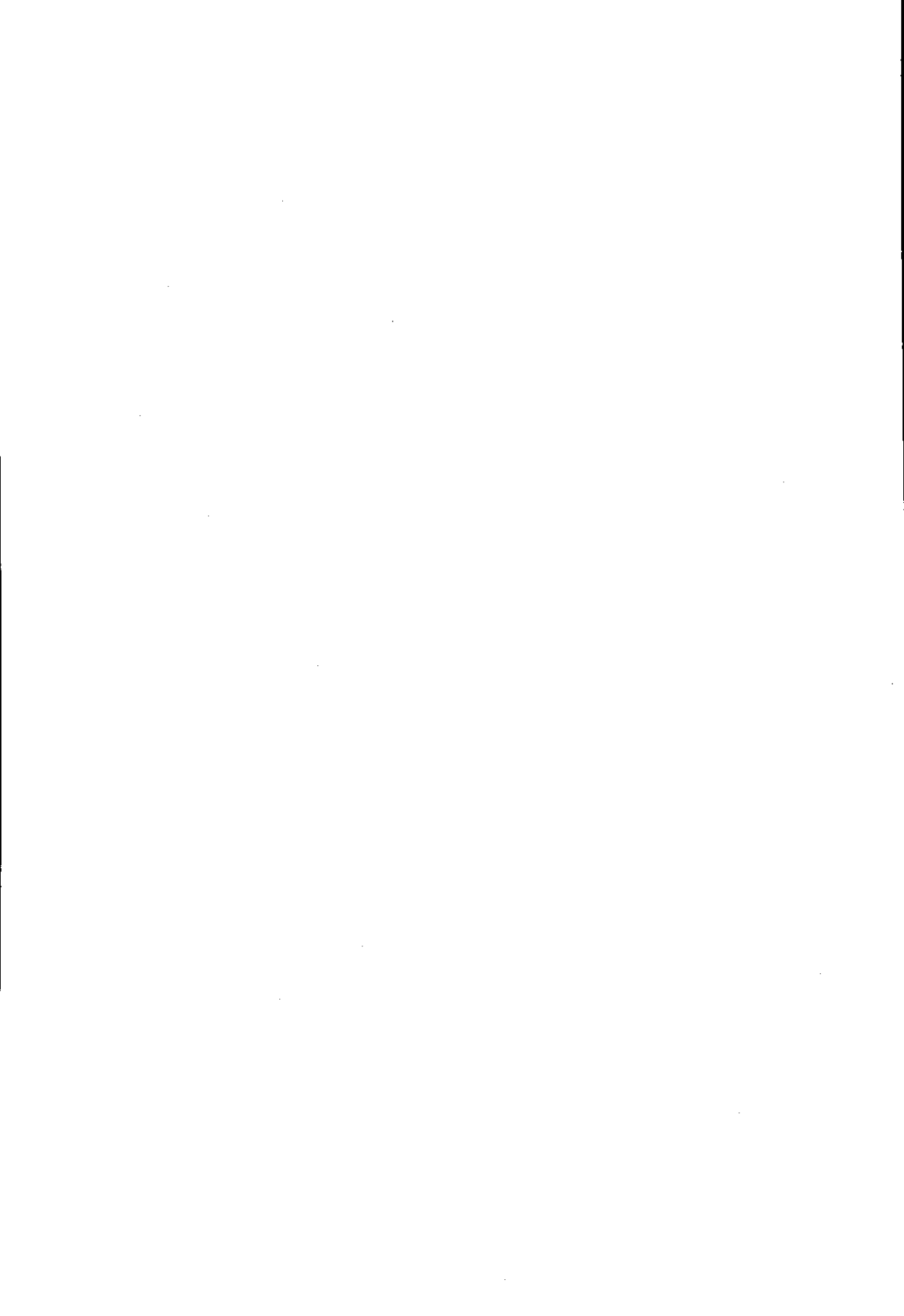
Et markant pengepolitisk omsving i de senere år

25. I de seneste år er der sket et markant skift i den danske rentepolitik først med det store rentefald i foråret 1983 og igen et fald i 1985, jfr. også kapitel II. Hermed er renten i Danmark bragt ned på omtrent samme niveau som i de øvrige nordiske lande; på det seneste endda i underkanten af Norge og Sverige. Men der er stadigvæk et rentespænd i forhold til Vesttyskland på ca. 4 pct. point for de lange renter og lidt mindre for de korte renter.

Baggrunden for den ændrede rentepolitik må dels søges i den ændrede økonomiske politik i 1983 (stramning af finanspolitikken, afståelse fra en mulig devaluering af kronen og sammenhængende hermed indgåelse af nye overenskomster med en væsentligt lavere lønstigningstakt end tidligere) dels i den opnåede forbedring af konkurrenceevnen siden 1979 samt i et faldende renteniveau i de toneangivende lande i 1982. Samtidig blev valutabestemmelserne lømpet væsentligt i 1983 og påny i 1985, hvilket har understøttet omlægningen af rentepolitikken, jfr. kapitel II.

Den indenlandske renteutvikling nu tilnærmes udlændets

Hermed synes skabt et grundlag for, at de kommende års renteutvikling i Danmark i højere grad end hidtil vil afhænge af og følge renteutviklingen i de øvrige EMS-lande. Samtidig er den danske renteutvikling sandsynligvis blevet mere følsom overfor ændringer i valutakursforventninger.



Kapitel V

De mange forskellige renter

*"Renten" er
mange ting*

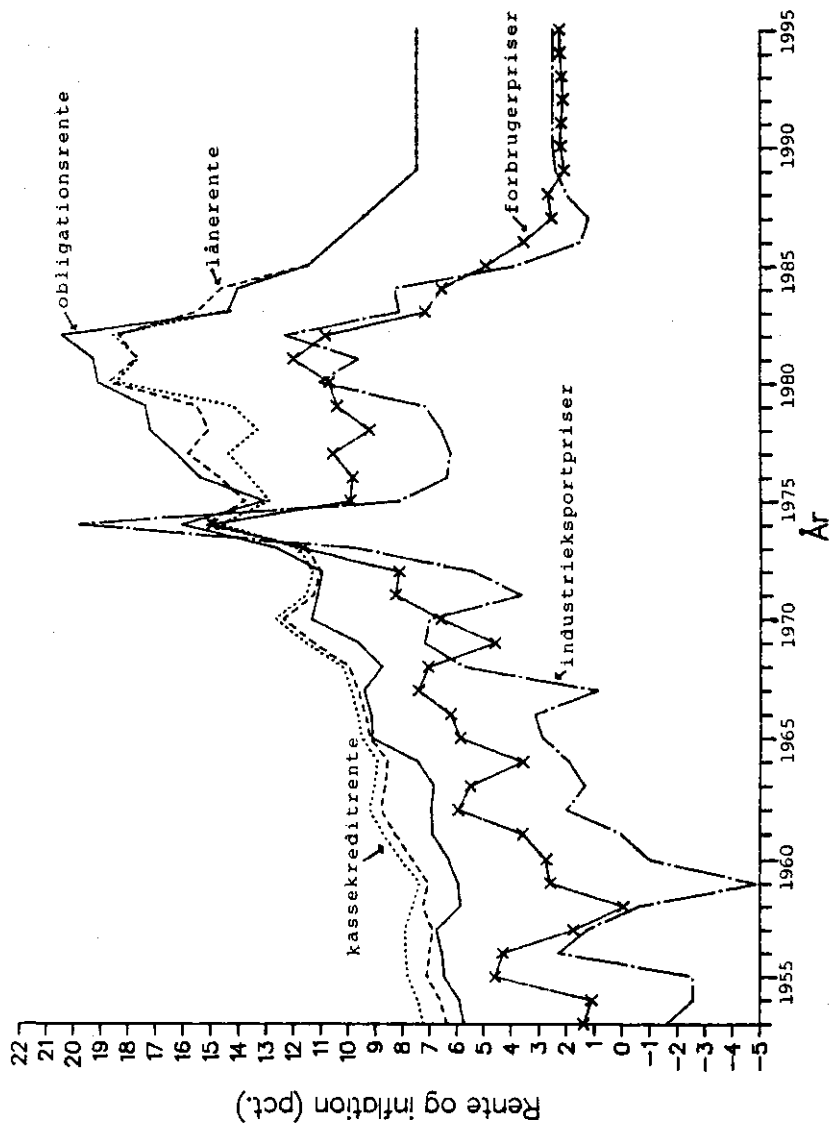
1. Af den pengepolitiske debat kan man undertiden få det indtryk, at "renten" er en meget veldefineret størrelse, og at rentens niveau og ændringer heri har entydige effekter på transaktionerne i økonomien, uanset hvem der gennemfører disse, og uanset under hvilke forhold i øvrigt de gennemføres. Hensigten med dette kapitel er at påpege, at billedet er betydeligt mere komplekst. Renten, opfattet som den pris man må betale (i form af reducerede forbrugsmuligheder) for at have rådighed over likvide midler, afhænger af en lang række forhold, hvoriblandt skattesatser og inflationstakter er de væsentligste. Samtidig med, at renten ikke er noget entydigt begreb, er den heller ikke den eneste faktor, som påvirker omkostningerne ved anvendelse af realkapital i produktionen. Andre forhold som afskrivningsregler, subsidieordninger m.v. påvirker også kapitalomkostningerne.⁴⁴⁾

*Gangen i
kapitlet*

I dette kapitel betragtes først forbindelsen mellem nominelle og reale renter. Efterfølgende inddrages skatteforholdene med henblik på at belyse, hvorledes skattesystemet påvirker de reale disponible låneomkostninger og reale disponible formueafkast. Herunder tages også afskrivningsreglernes påvirkning af kapitalomkostningerne op. I tilknytning hertil belyses udviklingen i de samlede omkostninger ved anvendelse af realkapital, og den søges henført til de forskellige forhold, som er bestemmende for kapitalomkostningerne. Som et særligt punkt belyses i denne forbindelse værdien af nogle investeringstilskudsordninger. Kapitlet afsluttes med en omtale af omkostningerne ved finansiering gennem låntagning i udlandet samt af det afkast, udlændinge kan opnå gennem erhvervelse af danske fordringer.

44. Disse forhold har også været taget op i tidligere rapporter fra formandskabet, senest i Dansk Økonomi, maj 1984.

Figur V.1 : Rente og inflation 1953-95



V.1 Renteudviklingen 1953-95

2. I figur V.1 er udviklingen i nogle udvalgte rentesatser og stigningstakter for udvalgte prisindeks indtegnet fra 1953 og frem til 1995, idet tal for årene 1985 og fremover er baseret på det gunstigste af de to forløb, som præsenteres i kapitel VI ("overskudsforløbet", jfr. også bilag 1 i redegørelsens del II).⁴⁵⁾

Næsten parallel udvikling i forskellige renter

I den historiske periode 1953-85 har samvariationen mellem rentesatserne i figuren været forholdsvis tæt. For en bestemt økonomisk agent (husholdning eller virksomhed) har der altså været grænser for, hvor forskellige låneomkostningerne kunne være for alternative indenlandske lånekilder. Det fremgår dog samtidig, at hvor obligationsrenten frem til begyndelsen af 1970'erne lå under de øvrige rentesatser, og kassekreditrenten lå øverst, blev rollerne igennem 1970'erne byttet om, idet obligationsrenten frem til 1982 steg noget kraftigere end kassekreditrenten. Der har altså over denne periode været en svag forskydning i rentestrukturen til ugunst for investeringer med en lang finansiering. I forhold til udviklingen i det generelle renteniveau har udsvingene mellem de forskellige renter dog været beherskede.

Den fremtidige udvikling under det i kapitel VI beskrevne overskudsforløb indebærer en tilbagevenden til et renteniveau af samme størrelse som i 50'erne og begyndelsen af 1960'erne. I kapitel VI og bilag 1 diskuteres forudsætningerne for en sådan renteudvikling nærmere.

V.2 Nominel og real rente

Effekten af inflation

3. En udvikling i det generelle renteniveau som den, figur V.1 beskriver, ville have betydet en langt stærkere reduktion af investeringsaktiviteten i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, end tilfældet blev, hvis ikke inflationstakten

45. Der regnes i dette forløb med en gennemsnitlig stigning i forbrugerpriserne på ca. 2 1/2 pct. over perioden 1986-95. Obligationsrenten antages at falde jævnt fra det nuværende niveau til 7.5 pct. i 1989, hvorefter den er uændret frem til 1995.

ligeledes var gået i vejret. Stigningen i inflationstakten betød imidlertid for lån med faste ydelser, at den reale værdi af de kroner, som medgik til betaling af afdrag og de høje renter, blev udhulet i løbet af ganske kort tid.

I figur V.2 er denne effekt søgt skitseret. Et 10-årigt annuitetslån betragtes dels i en situation uden inflation og med en rente på 5 pct. og dels i en situation med en inflation på 10 pct. og en rente på 15 1/2 pct. Realrenten, det vil sige den nominelle rente korrigeret for inflationstakten, er altså 5 pct. i begge tilfælde.⁴⁶⁾ De samlede rente- og afdragsbetalinger i hver periode er målt i låneårets købekraft. Når inflationen stiger ved fastholdt realrente, reduceres summen af de reale betalinger over hele lånets løbetid, men samtidig forskydes de, som det fremgår af figuren, kraftigt fremad mod begyndelsen af lånets løbetid.

Inflation betyder fremrykning af de reale ydelser

Selv om værdien (nutidsværdien) af lånet, når der ses bort fra skattemæssige forhold, er uændret ved varierende inflationstakter, men fastholdt realrente, er det dog ikke ensbetydende med, at ændringer i inflationstakten ikke kan påvirke investeringsniveauet. Som det fremgår af figuren, betyder en forøgelse i inflationstakten en fremrykning af de reale ydelser på lånet og dermed en væsentlig kraftigere likviditetsbelastning i begyndelsen af lånets løbetid.

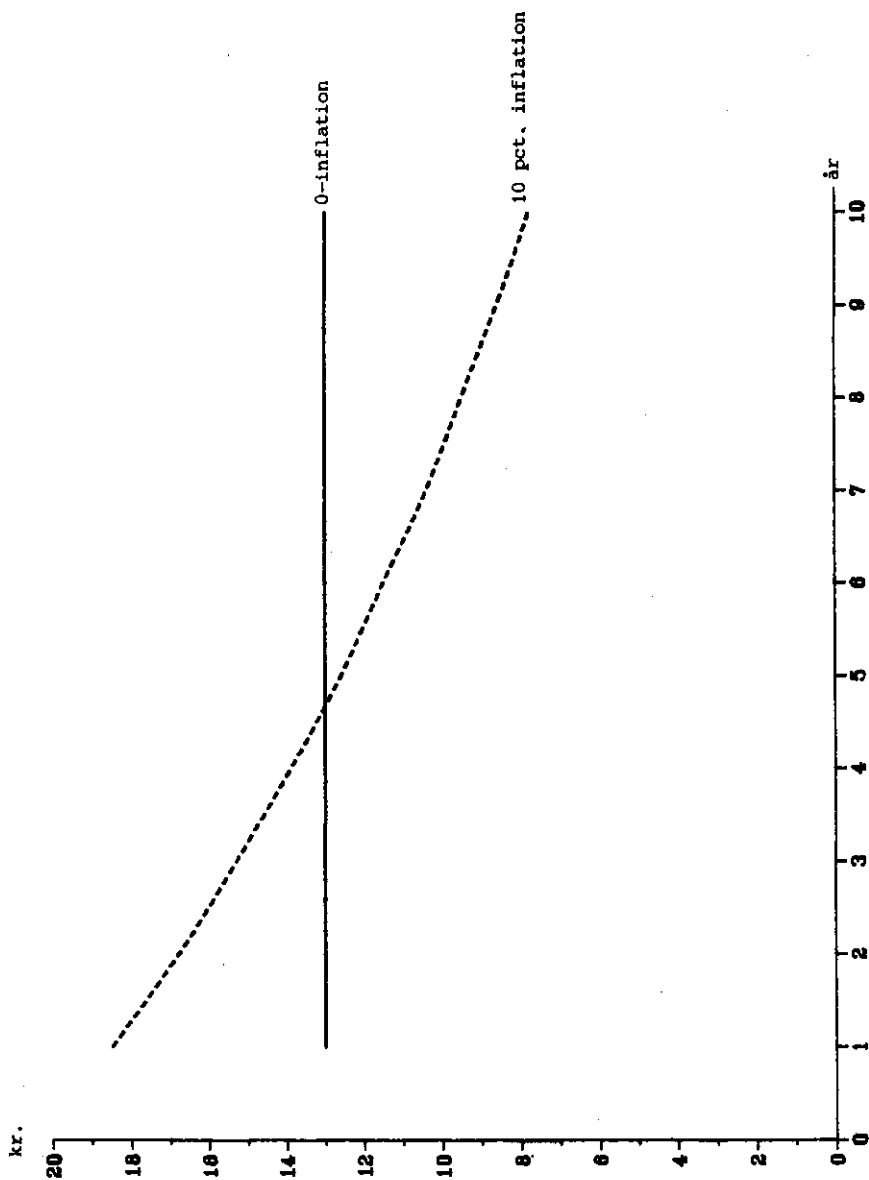
Store likviditetskrav i en investerings første år

Medgår lånet f.eks. til finansiering af et investeringsprojekt med et fast årligt realafkast, betyder en stigning i inflationstakten altså normalt, at der går længere tid, før årets afkast kan dække samme års rente og afdrag på lånet. Dette er naturligvis kun et problem, hvis investor ikke har adgang til til lægsbelåning eller har en tilstrækkelig driftskapital. Således er det især for de små og nystartede virksomheder, at inflation og de medfølgende store likviditetsbehov indebærer en risiko for, at væksten kan blive hæmmet. Fremrykningen af den reale betaling af renter og afdrag er ligeledes baggrunden for de økonomiske vanskeligheder, som en række boligselskaber har oplevet. Problemet har her været, at kravet

giver problemer for bl.a. små virksomheder

46. Ved blot at trække inflationstakten fra den nominelle rente fås ikke en helt korrekt beregning af realrenten. En korrekt beregning opnås gennem anvendelse af formlen: $(1 + \text{nom.rente}) / (1 + \text{inflation}) - 1$.

Figur V.2: Betalinger i låneårets priser på et 10-årigt annuitetslån på 100 kr. ved en realrente på 5 pct.



om årlig balance mellem huslejen og ydelserne på lånene medførte, at huslejerne i nybyggeriet i fravær af offentlig støtte ville blive prohibitivt høje. Den tidligere rentesikringsordning og nu finansieringen med indeksslån, hvor den reale ydelse er upåvirket af inflationstakten, har netop til formål at afhjælpe dette tidsprofilproblem. For ejerboliger gør skatteforholdene problemet mindre tyngende. Dog har forholdet været medvirkende til, at der af nytillkommende på ejerboligmarkedet fordredes en forholdsvis høj husstandsindkomst.

Usikkerheden ved en investering øges

4. Et yderligere problem, der har forbindelse med tidsprofilændringen under inflation, vedrører den risiko, investor påtager sig. Der er for det første ingen tvivl om, at usikkerheden vedrørende de betalinger, der ligger langt ude i fremtiden, er større end for de nært forestående betalinger. Ved en forskydning af den tidsmæssige placering af en investerings nettoafkast ud i den usikre fremtid, når inflation og rente stiger, kan investeringslysten derfor hæmmes, også selvom det forventede nettoafkast i sig selv er upåvirket.

For det andet knytter der sig usikkerhed til inflationstakten som sådan. Muligheden for, at inflationstakten bliver anderledes end forudset ved investeringens gennemførelse, indebærer, at investor får et højere nettoafkast end ventet, hvis inflationen øges, men et mindre afkast, hvis inflationen reduceres, jfr. nedenfor. Det forekommer samtidig plausibelt, at risikoen for et fald i inflationstakten anses for større, jo højere inflationstakten er.

Investeringsstigningen siden 1983 skyldes bl.a. mindre risiko

Begge disse usikkerhedsmomenter trækker dermed i retning af lavere investeringer ved en given realrente jo højere inflationstakten er. Derfor kan en formindsket usikkerhed hos investorerne efter afdæmpningen i inflationstakten være en del af baggrunden for det investeringsopsving, der er kommet i stand i 1983-84, selvom det reale renteniveau ikke er ændret særlig meget.

5. Forskellen mellem rente og inflation afhænger naturligvis af, hvilken rente og hvilket prisindeks der anvendes. Som nævnt har der ikke været den helt store forskel i de forskellige rentesatsers udvikling. Derimod har der fra år til år

været ganske stor forskel på inflationstakten alt efter valg af prisindeks.

Inflationen varierer fra erhverv til erhverv

Det kan diskuteres, hvilke priser der er mest relevante i denne forbindelse. Af figur V.1 fremgår det, at priserne på industrieksporten gennemgående er steget mindre end forbrugerpriserne. Dette afspejler sig også i figur V.3, hvor den reale obligationsrente i de fleste år er større, når den sættes i forhold til de løbende eksportprisstigninger, end når den måles i forhold til forbrugerpriserne.⁴⁷⁾ Når eksporterhvervene oplever en lavere prisstigningstakt end prisstigningstakten på forbrugsgoder, betyder det, at afdrags- og rentebetalingerne i eksporterhvervene - ved en given rentesats - lægger beslag på noget mere produktion, end tilfældet er i hjemmemarkedssektorerne. Om dette har betydet en kraftigere investeringsbremse i eksporterhvervene end i hjemmemarkedserhvervene er dog noget usikkert, bl.a. fordi eksporterhvervene har haft mulighed for gennem optagelse af K-lån m.v. at opnå finansiering til en lavere rente end hjemmemarkedserhvervene.

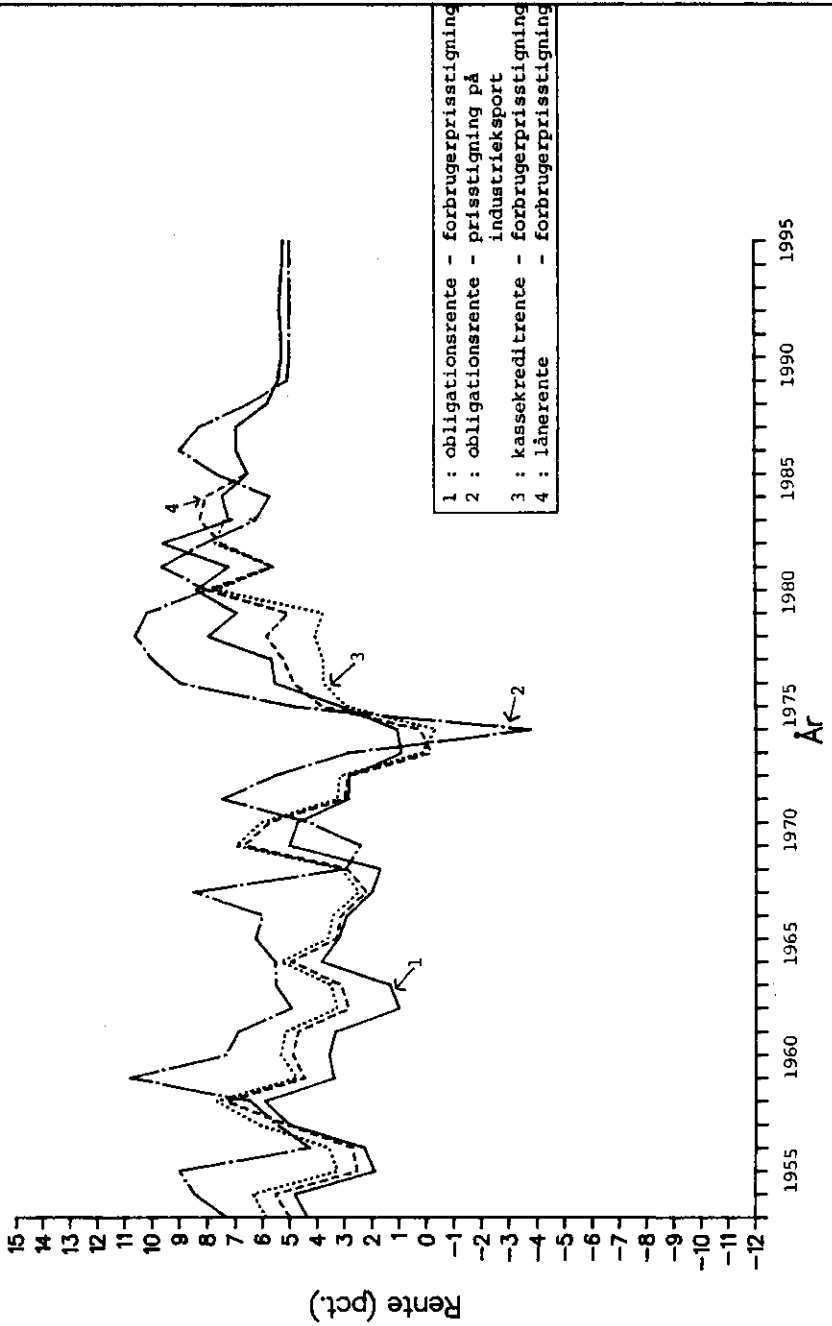
Der er dog næppe tvivl om, at tendensen vil være, at investeringsaktiviteten vil blive hæmmet relativt mest for dem, der oplever den langsomste prisudvikling på de afsatte produkter, hvis i øvrigt ens låntagere stilles overfor samme rentesats.

Forventningerne til inflationen er centrale

6. Ovenstående betragtninger tager alle udgangspunkt i den aktuelle inflationstakt. Ved en investeringsbeslutning er det imidlertid (forventningerne til) den fremtidige inflationsudvikling, som er relevant. Når realrenten måles i forhold til den aktuelle inflationstakt, ligger der således heri en implicit forventning om en uændret inflationstakt i fremtiden. Da inflationstakten typisk varierer år for år, er realrenten baseret på den aktuelle inflation ikke generelt noget pålideligt skøn over de reale låneomkostninger for en investering.

47. Ved sammenligningen skal det dog bemærkes, at forbrugerpriserne er opgjort inklusive afgifter, mens dette ikke er tilfældet for eksportpriserne. En opgørelse af forbrugerprisstigningen exclusive afgifter ville dog ikke reducere disse til samme gennemsnitlige niveau som eksportprisstigningerne.

Figur V.3 : Realrenter 1953-95



Figur V.4 giver et indtryk af forskellen mellem den forventede realrente (ex ante realrenten), som er baseret på en antagelse om uændret inflation, og den realrente som realiseres med et fastforrentet annuitetslån optaget med den i det pågældende år herskende obligationsrente og med en løbetid på enten 5 eller 10 år (ex post realrenten). Ved beregningen af den realiserede realrente er der for de seneste år taget udgangspunkt i den forbrugerprisudvikling efter 1984, der fremkommer i den gunstigste fremskrivning (overskudsforløbet) i kapitel VI.

For lave inflationsforventninger frem til begyndelsen af 70'erne

Nu er det måske omvendt

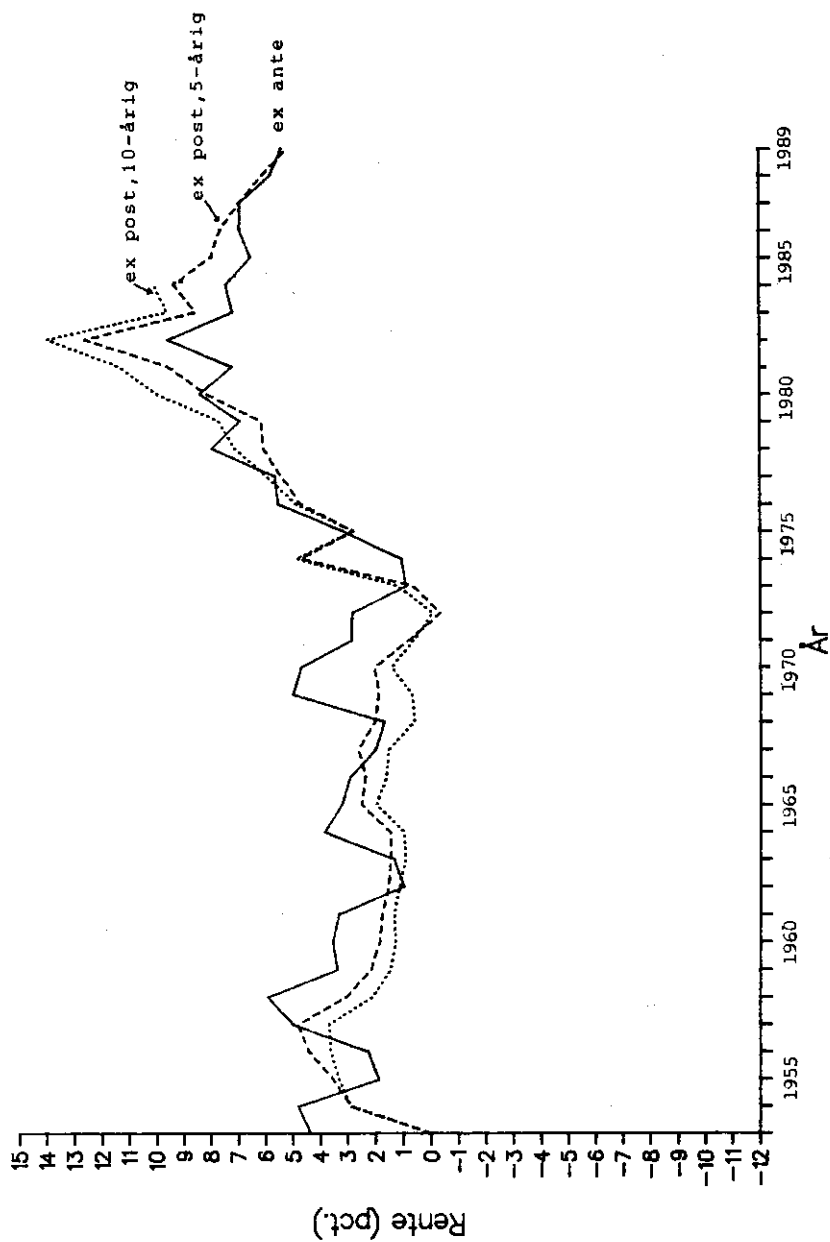
Ubehagelig overraskelse i vente for investorerne?

Det fremgår af figuren, at frem til begyndelsen af 1970'erne var den forventede realrente som regel højere end den realiserede. Dette afspejler, at den inflation, som faktisk realiseredes gennem et låns løbetid, var højere end inflationstakten ved lånets optagelse, hvorfor den normale realrenteberegning overvurderer den faktiske realrente. For en låntager blev indtægtsvæksten typisk højere end forventet ved låneoptagelsen, hvorimod ydelserne på lånet (i fald der var tale om et fastforrentet lån) lå fast. Samtidig viser figuren imidlertid, at ved indregning af den i det gunstige forløb indeholdte afdæmpning af inflationstakten, var de faktiske realrenter i begyndelsen af 1980'erne endnu højere, end det i forvejen exceptionelt høje normalt beregnede realrenteniveau lod formode. Hvis det nuværende investeringsopsving er påvirket af de fortidige erfaringer for, at en øget inflation efterfølgende reducerer realrenten, kan der derfor tænkes at vente investorerne en ubehagelig overraskelse. Det siger dog sig selv, at dette er en betragtning, som har størst relevans i forbindelse med lange, fast-forrentede lån f.eks. til finansiering af boliger og erhvervenes bygningsinvesteringer,⁴⁸⁾ hvorfor det også netop er i forbindelse med denne type investeringer, at finansiering gennem indeksobligationer vil give en markant reduktion af risikoen ved investering. For erhvervene vil betydningen af det nævnte forhold naturligvis også variere med, hvor kapitalintensiv produktionen er.

48. For driftsmiddelinvesteringer, som fortrinsvis er finansieret med variabelt forrentede lån, afhænger effekten bl.a. af, hvor kraftigt ændringer i inflationstakten overvæltes i renten.

Figur V.4 : Redirenter ex ante/ex post

(rente = obligationsrente, inflationsudtryk = forbrugerpriser)



V.3 Rente, inflation og skat for husholdningerne

7. Som nævnt ovenfor spiller skattesystemet en væsentlig rolle for den pris eller rente, som reelt betales for at råde over likviditet. Renter er som bekendt beskattede/fradragsberettigede i det omfang, de ikke optræder som kursgevinster og kurstab. Det betyder, at med varierende skattesatser bliver også efter-skat betalingen for et lån varierende.

*Skattereformen
indsnævrer
efter-skat
renterne*

Efter 1. januar 1987 vil der imidlertid ske en betydelig indsnævring af disse forskelle ved overgangen til et skattesystem, hvor de fleste økonomiske agenter beskattes nogenlunde ens af renteindtægter/udgifter, og hvor det ubeskattede kursgevinst/tab-element i forbindelse med rentebetalinger formindskes noget.⁴⁹⁾ Herved reduceres en række af de fordele og muligheder for legal skatteunddragelse, som det hidtidige skattesystem har budt på i kraft af den meget forskellige behandling af renter og kursgevinster mellem personer og virksomheder.

*Undtagelser i
realrentebe-
skatningen...*

Der vil dog fortsat være muligheder for opsparing med meget lempelig beskatning af afkastet. Ved placering i aktier vil kursgevinster normalt være skattefrie på linie med kapitalgevinster på fast ejendom. Pensionskasser og forsikrings-selskaber er ligeledes fritaget for realrentebeskatning af den del af afkastet, der hidrører fra placeringer i aktier, indeksobligationer, jord og fast ejendom m.v. Dette betyder givetvis en drejning af de realrentebeskattede institutioners portefølje over mod disse skattefrie placeringer. Herigenem kan pensionskassers og forsikringsselskabers pla-

49. Dette er dog ikke ensbetydende med, at kurstab/gevinster forsvinder. Ved omsætning af værdipapirer på et tidspunkt, hvor markedsrenten er ændret i forhold til udstedelsestidspunktet, vil der optræde kursgevinster/tab, som også med de kommende skatteregler vil være fritaget for beskatning. Hvis denne omsætning af værdipapirer finder sted indenfor den private ikke-finansielle sektor, får det dog ingen betydning for statsfinancerne, idet hverken den person, der får en kursgevinst, eller den person, der oplever et kurstab i forbindelse med en transaktion, vil være beskattet af denne. Omsætning af værdipapirer mellem sektorer med en forskellig skattemæssig behandling af kursgevinster/tab vil derimod kunne få konsekvenser for skatteprovenuet. Om der gennem dette forhold skabes grundlag for skattearbitrage, vil afhænge af den fremtidige renteutvikling.

*...giver stor
indflydelse til
pensionskasser
m.v.*

ceringspolitik få en væsentlig indflydelse på aktiemarkedet og på markedet for fast ejendom. For det sidstes vedkommende vil der både være tale om en direkte påvirkning gennem køb af fast ejendom og nybyggeri samt en indirekte påvirkning gennem kursfastsættelsen på markedet for indeksobligationer, hvor de realrentebeskattede institutioner vil indtage en dominerende position.

*Realrenten før
skat er faldende...*

*...men stigen-
de realrente
efter skat*

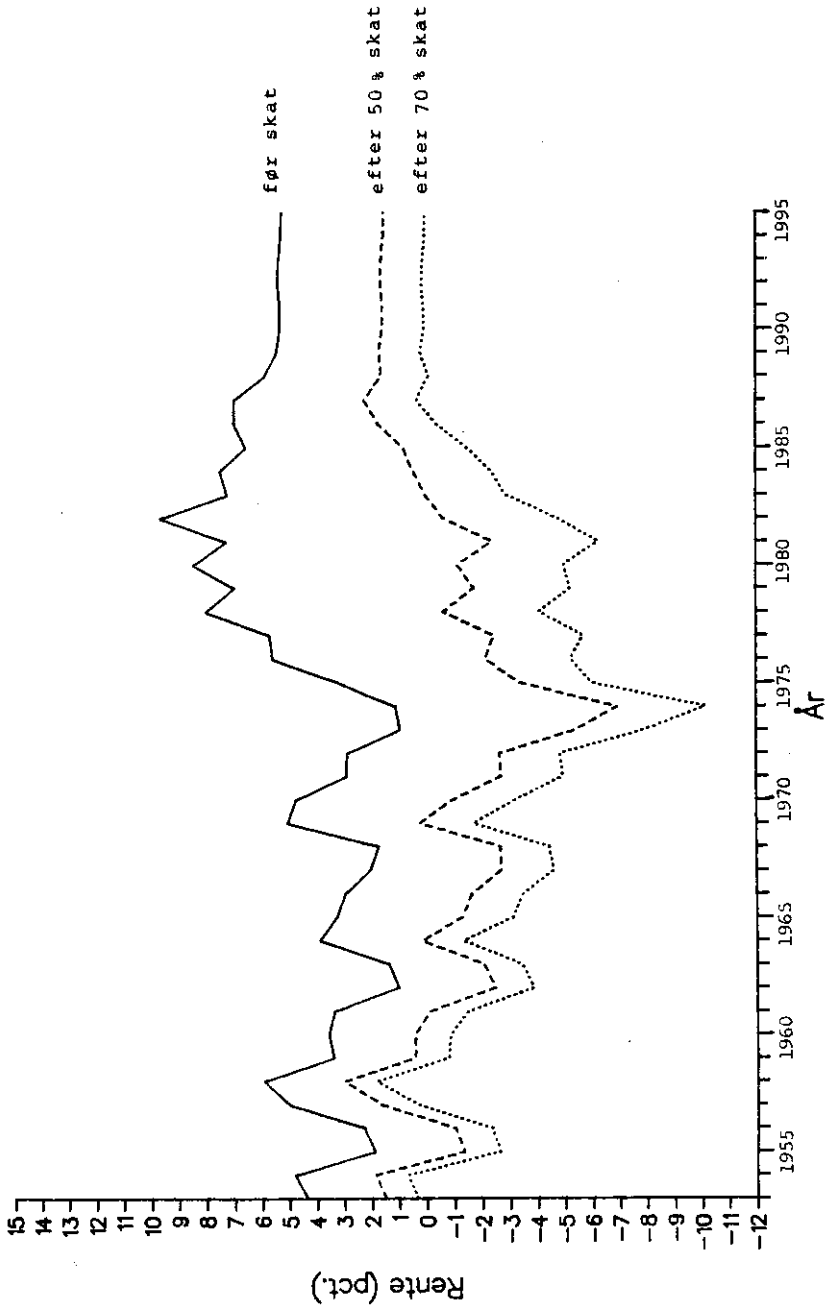
Selv om skattesatsen i forbindelse med rentebetalinger i fremtiden bliver den samme for de fleste agenter, og selv om kursgevinst/tab-elementet i renten reduceres, vil de reale rentebetalinger for en given før-skat realrente imidlertid fortsat være afhængige af inflationsniveauet. Figur V.5 demonstrerer denne effekt gennem beregning af før-skat og efter-skat realrenter for årene siden 1953 og frem til 1995 (idet der for årene efter 1984 anvendes renter og inflation fra overskudsforløbet i kapitel VI, jfr. ovenfor). Det fremgår af figuren, at før-skat realrenten er faldende fra slutningen af 1970'erne og frem til beregningernes slutår, hvorimod efter-skat realrenten (uanset ved hvilken skatteprocent den beregnes) er stigende i det samme tidsrum og faktisk slutter på et niveau, der ikke er set højere siden slutningen af 1950'erne. Årsagen til denne udvikling er, at rentebetalinger er fradragsberettigede/beskattede, uanset om de er kompensation for inflationsudhulingen af det lånte beløb og dermed er en slags afdragsbetalinger, eller de er udtryk for en real rentebetaling. Dette forhold har medført, at efter-skat realrenten ved en skattesats på 50 pct. har været negativ igennem det meste af perioden fra 1960 og til idag.

*Låntagere må
fremover selv
betale afdrag*

Med den lave fremtidige inflationstakt, som er antaget i overskudsforløbet, hjælper skattesystemet således kun i meget begrænset omfang med til at betale renten, fordi inflationskompensationen næsten forsvinder. Låntager må således i et forløb med meget lav inflation selv klare afdragsforpligtelserne på et lån. Modstykket hertil er naturligvis, at kreditor ikke længere beskattes af den del af renten, som egentlig er en kompensation for inflationsudhulingen af det udlånte beløb. Hvis man i en sådan situation - f.eks. af hensyn til investeringsaktiviteten - fortsat ønskede at holde en efter-skat realrente, der ved en beskatningsprocent på 50 pct. er på de -2 pct., som den typisk har ligget på igennem

Figur V.5 : Realrenter før og efter skat

(Rente=Obligationsrente, Inflationsudtryk=Forbrugerpriser)



1960'erne og 1970'erne, måtte renten ned på et væsentligt lavere niveau end forudsat i kapitel VI.

8. Samspeilet mellem rente, skat og inflation er imidlertid som nævnt påvirket af de skattefrie kursgevinster og tab. Dette er søgt illustreret i tabel V.1., der viser efter-skat realrenten under forskellige antagelser om skatteprocenter og kursgevinster.

Tabel V.1. Realrenter før og efter skat

	Markeds- rente	Påtrykt rente	Inflati- onstakt	Realrente før skat	Realrente efter skat	
					50 pct. marginalskat	70 pct marginalskat
A:	5	5	0	5	2.5	1.5
B:	15 1/2	15 1/2	10	5	-2.0	-4.9
C:	15 1/2	10	10	5	-1.5	-4.0
D:	25 1/2	25 1/2	10	15	2.5	-2.1
E:	23.4	10	10	12.2	2.5	-1.1

Sammenlignes tilfælde A og B i tabellen ses, at efter-skat realrenten falder med 4 1/2 og 6 1/2 procent points ved marginalskattesatser på hhv. 50 og 70 pct. ved en stigning i inflationstakt fra 0 til 10 pct. p.a. med fastholdt realrente før skat. Der bliver altså her tale om markant negative realrenter, hvilket medfører, at det bliver betydeligt lettere for en skattepligtig låntager at leve med den fremrykning af de reale ydelser på lånet, der er omtalt ovenfor under punkt V.2.

*Forskellige
renter for
kreditor og
debitor*

Ved at sammenligne B og C fås en illustration af de skattefrie kursgevinsters betydning. Siden begyndelsen af 1970'erne har det været almindeligt, at kreditforeningerne ydede kontantlån til husejerne (række B), men fremskaffede provenuet ved udstedelse af f.eks. 10 pct. obligationer til en kurs under 100. I tilfælde C er kursen ca. 70 for en 30-årig obligation. Denne skattefrie kursgevinst formindsker altså i

eksemplet den negative realrente efter skat med henholdsvis 1/2 og knap 1 pct. point. Trods disse skattefrie kursgevinster har mange skattepligtige obligationsejere haft en meget lille eller negativ realforrentning af deres formue.

Sammenlignes A og D, ses, at markedsrenten skal op på et niveau omkring 25 pct. ved en inflationstakt på 10 pct., for at realrenten efter skat for en skatteyder med 50 pct. marginalskat forbliver upåvirket af inflationen. Endelig viser A og E, at de skattefrie kursgevinster medfører, at obligations-ejernes afkast holdes upåvirket ved et renteniveau omkring 23.4 pct.

Selv med høje nominelle renter har realrenten efter skat været negativ for mange

Disse regneeksempler illustrerer tydeligt, at samspillet mellem skat og inflation medfører, at selv et meget højt nominelt renteniveau som i Danmark i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne giver negative realrenter efter skat for grupper med høje marginalsattesatser. Dette har været en væsentlig forudsætning for, at det private boligbyggeri kunne opretholdes i sidste halvdel af 1970'erne. Samtidig fortæller det negative realafkast til obligationsejerne noget om, hvorfor private har vist en behersket interesse for obligationsopsparing.

For både kreditorer og debitorer, som er fuldt skattepligtige, betyder samspillet mellem inflation og skat, at der skydes kraftige kiler ind mellem afkast og låneomkostninger m.v. før og efter skat. Uanset skattereform og den stedfundne nedbringelse af inflationstakten må eksempelvis de sparere, hvis opsparing styres af ønsket om en vis positiv realrente efter skat, vælge andre placeringsformer end anfordringsindskud i pengeinstitutterne. Derimod har den høje realrente før skat i perioden før realrenteafgiften gjort pensionskasse- og forsikringsopsparing særdeles attraktiv. Bank-/sparekassebogens fortsat store popularitet som placeringsform beror formentlig i et vist omfang på en "penge- og skatteillusion", men derudover utvivlsomt på de forbedrede lånemuligheder, som et indestående giver adgang til. Det er ved at låne, der bliver økonomi i at have penge på en almindelig bank-/sparekassebog.

Økonomien i anfordringsindskud ligger i lånemulighederne

V.4 Rente, inflation og skat for virksomhederne

9. Det er klart, at fradragsretten for renteudgifter også for virksomhederne er med til at reducere det tidsprofilproblem, som omtaltes ovenfor. En yderligere lempelse af såvel den reale omkostning som likviditetsbelastningen i de første år af investeringens levetid opnås gennem afskrivningsreglerne. I figur V.6 er det forsøgt at give en principskitse af, hvorledes de reale nettobetalingen i forbindelse med en driftsmiddelinvestering påvirkes gennem rentefradrag og skattemæssige afskrivninger. En maskine til 100.000 kr. antages finansieret ved et 5-årigt annuitetslån til 12 pct. p.a. ved en inflationstakt på 6 pct. Maskinens dækningsbidrag antages at være 40.000 kr. årligt i investeringsårets priser.

Afskrivningerne kan "vende" tidsprofilen

hvis der er indkomst at trække fra i

Lavere inflation giver større kapitalomkostninger

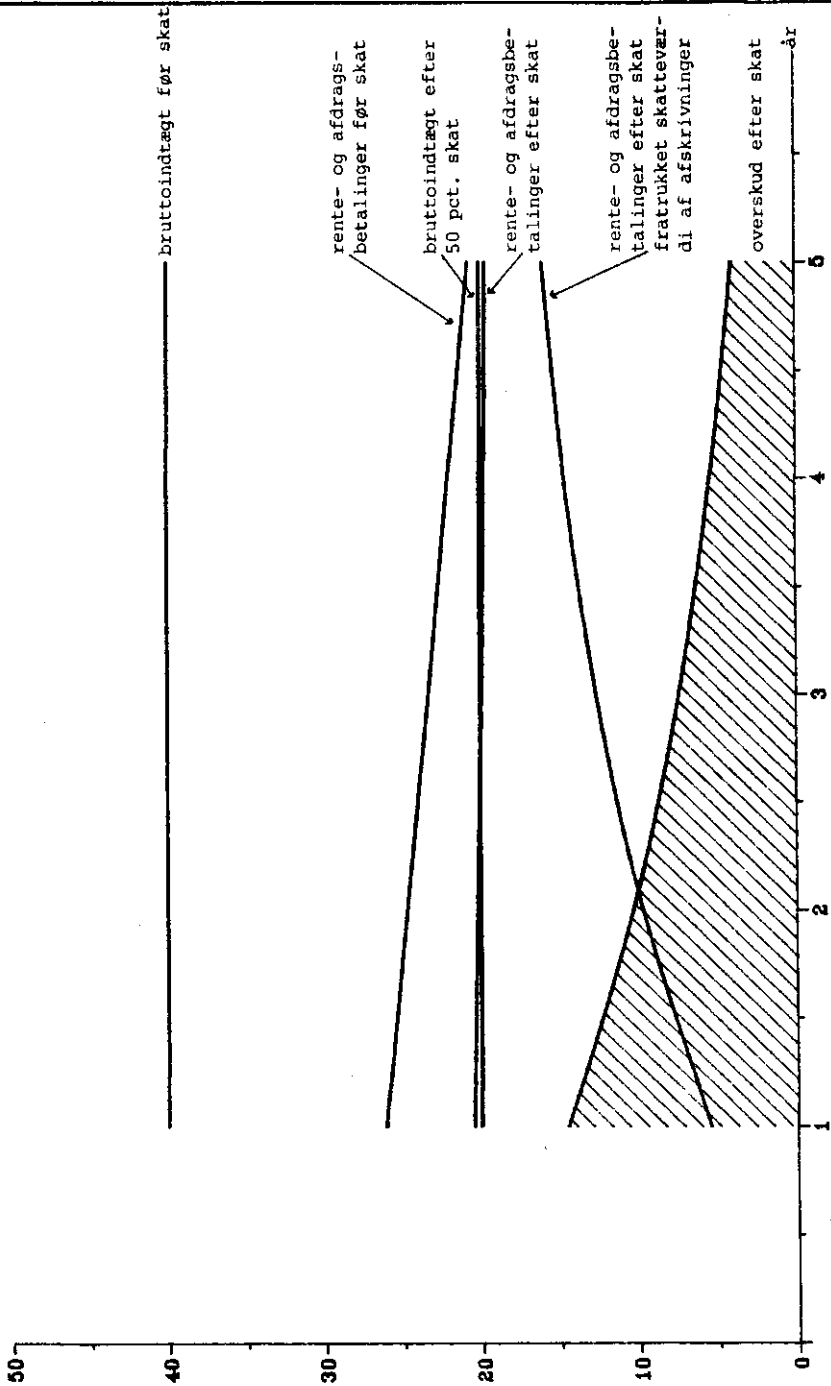
Som det fremgår af figuren, betyder rentefradragsretten, at de reale ydelser på lånet i forbindelse med investeringen bliver mere ligeligt fordelt over de betragtede 5 år. Reduceres ydelserne yderligere med skatteværdien af de fradragsberettigede afskrivninger, fås en yderligere lempelse, således at de reale omkostninger ved investeringen i det betragtede eksempel bliver stigende over tiden. De største overskud efter hensyntagen til skattesystemets påvirkning ligger således i de første år efter iværksættelsen af investeringen. Denne "vending" af tidsprofilen i betalingsstrømmen forudsætter imidlertid, at der i de første år er indkomstmæssig dækning for både rentefradrag og fradrag for afskrivninger, hvilket ikke ville være tilfældet, hvis den pågældende investering blev betragtet isoleret.

Rentefradrag og fradrag for afskrivninger påvirker altså både nettoafkastets størrelse og dets tidsmæssige placering.

Ved en samtidig reduktion i både inflationstakt og rente og dermed en reduktion i den del af rentebetalingerne, som egentlig har karakter af afdragsbetaling, får investor således en mindre del af afdragsbetalingerne betalt af skattesystemet. Dette betyder, at investeringernes rentabilitet forringes på grund af den højere realrente efter skat ved lavere inflationstakt, men uændret realrente før skat. Effekten på rentabiliteten stammer dels fra de forøgede låneomkostnin-

Figur V.6: Betalingsstrømme i investeringsårets priser ved en driftsmiddelinvestering finansieret ved 5-årigt annuitetslån med 12 pct. rente, 6 pct. inflation.

1.000 kr.



ger, dels fra en formindskelse af (nutids-) værdien af de skattemæssige afskrivninger. Dette kan dog som tidligere nævnt tænkes opvejet af den ændrede tidsprofil og formindskede usikkerhed, der ligeledes vil være forbundet med et samtidigt fald i rente og inflationstakt.

I figur V.7 er rentabilitetseffekterne skitseret ved at betragte følsomheden i kapitalomkostningerne for et driftsmiddel over for variationer i inflationen, som præcis modsvares af variationer i renten. Falder inflationen f.eks. fra 5 pct. p.a. til 2 pct. p.a., betyder dette således en forøgelse af kapitalomkostningerne med ca. 13 pct.

Ved opgørelsen af kapitalomkostningerne indgår foruden renten efter skat også prisen på kapitalgodet samt den nedslidning, der sker af kapitalapparatet over tiden. Endvidere afhænger kapitalomkostningerne af værdien af de skattemæssige afskrivninger. Endelig skal der tages hensyn til den tilvækst i kapitaludstyrets værdi, som er en effekt af inflationsudviklingen.⁵⁰⁾

Lavere inflation kan opvejes af...

10. En stigning i kapitalomkostningerne ved faldende inflationstakt kunne evt. imødegås gennem realrentefald, ændringer i afskrivningsreglerne eller ændringer i skattesatsen.

...lavere realrente...

En reduktion af realrenten vil således reducere kapitalomkostningerne gennem lavere omkostninger til finansiering af

50. Ved at kombinere disse faktorer fås et udtryk for prisen på brug af real-kapital (kapitalens brugeromkostning) før skat svarende til følgende formel:

$$cu = (1 - t * z) * p * ((1 - t) * r - v + d) / (1 - t)$$

hvor

t er selskabsskattesatsen

p er kapitalgodeprisen

r er den nominelle rente

v er den forventede inflation

r-v er den forventede realrente

d er den fysiske nedslidningsrate

z er nutidsværdien af de skattemæssige

afskrivninger (Er nærmere beskrevet i Christen

Sørensen: Skattemæssige afskrivninger i Dan-

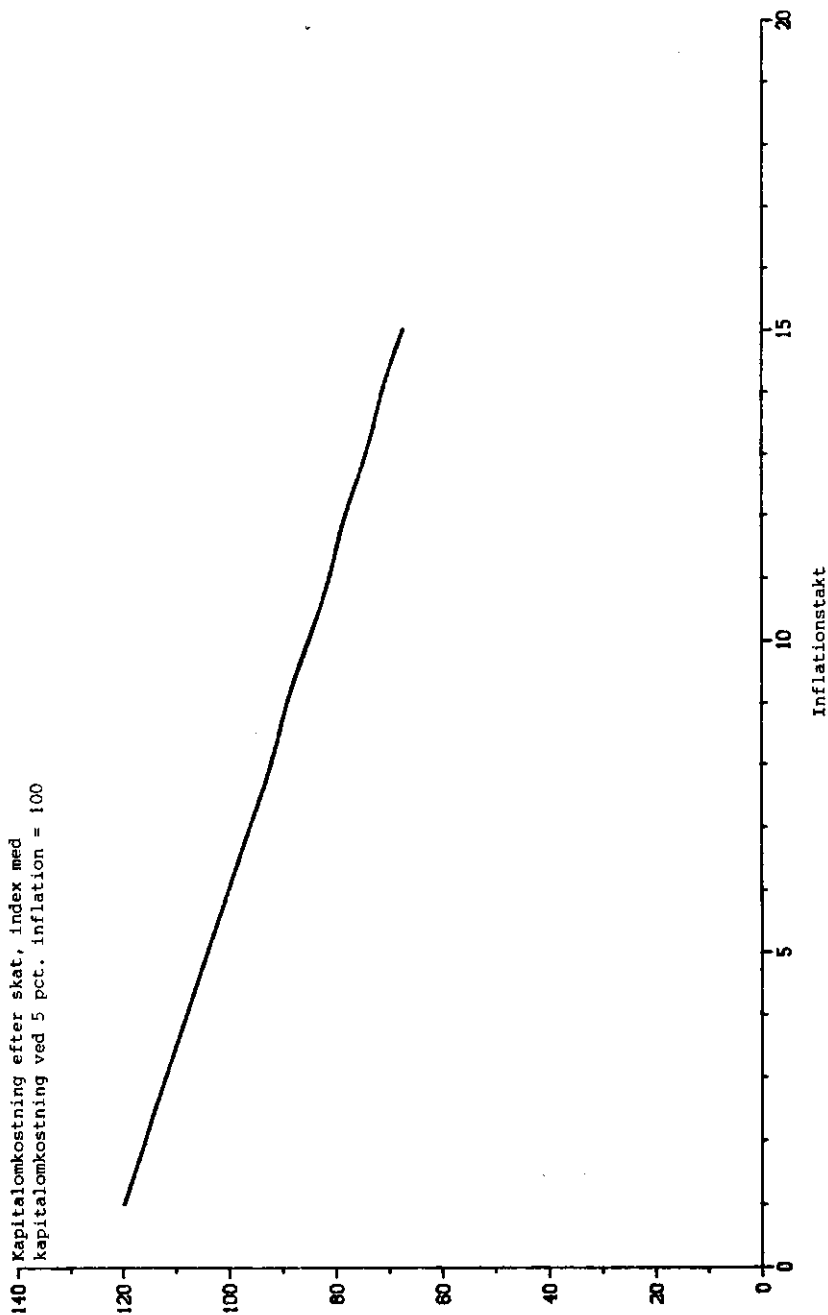
mark siden 1953, Working Paper 1984:1, Insti-

tut for Nationaløkonomi og Sociologi, Odense

Universitet).

For en nærmere omtale af kapitalomkostningsudtrykket kan henvises til Erik Biørn: "Analyse av investeringsatferd", Samfunnsøkonomiske Studier nr. 38, Statistisk Sentralbyrå, Oslo 1979.

Figur V.7: Sammenhængen mellem kapitalomkostninger og inflationstakt ved en realrente på 5 pct. for en driftsmiddelinvestering, 30 pct. skattemæssig afskrivningsssats på indekseret grundlag. Faktisk afskrivning: 20 pct. p.a.



en investering. I det konkrete eksempel, hvor inflationstakten falder fra 5 pct. til 2 pct. og marginals-katten er 50 pct., skal faldet i renten være dobbelt så stort som faldet i inflationstakten, for at kapitalomkostningerne er uændrede. Det skyldes som vist i tabel V.1, at realrenten efter skat i så fald netop er uændret.

*...ændrede
afskrivnings-
regler...*

Alternativt kunne det overvejes at sætte den skattemæssige afskrivningssats i vejret. Med indførelsen af afskrivninger på indekseret grundlag er fordelene ved en fremrykning af de skattemæssige afskrivninger imidlertid stort set forsvundet. Er realrenten efter skat negativ, kan det i virkeligheden betale sig at vente så længe som muligt. Ved en positiv efter-skat realrente er der dog stadig en vis fordel ved at frem-skynde afskrivningerne. Derimod er der naturligvis altid mulighed for at påvirke tidsprofilen gennem ændringer i afskrivningssatsen. Ved en fremrykning af de positive nettobetalingssstrømme i forbindelse med en investering vil effekterne af usikkerhed o.lign. på investeringsniveauet således blive afdæmpet, jfr. tidligere.

*...og en øget
skattesats*

En forøgelse af skattesatsen ville derimod måske lidt paradoksalt kunne neutralisere inflationsafdæmpningens forøgende effekt på kapitalomkostningerne. I eksemplet skulle skattesatsen således sættes i vejret fra 50 pct. til knap 55 pct. for at opveje effekterne af inflationsfaldet på kapitalomkostningerne. Det skyldes, at en forhøjelse af skattesatsen reducerer realrenten efter skat, hvortil kommer, at en forøgelse af skattesatsen øger værdien af de skattemæssige afskrivninger.

*Investeringerne
afhænger af an-
det end kapi-
talomkostninger*

At en forøgelse af skattesatsen virker reducerende på kapitalomkostningerne er imidlertid ikke nødvendigvis ensbetydende med, at den er investeringsfremmende. Først og fremmest falder investeringernes kapitalværdi på grund af den højere beskatning af det løbende afkast. En højere skattesats påvirker dermed mulighederne for hel eller delvis egenfinansiering negativt, hvilket vil kunne reducere investeringsomfanget, idet virksomhederne bl.a. af hensyn til at begrænse usikkerheder og risici i forbindelse med investeringsprojekter næppe vil være indstillet på at acceptere en vilkårligt lav egenfinansieringsandel.

Afslutningsvis kan der være grund til at minde om, at en stor del af landets aktieselskaber i et givet år ikke har en sådan indtjening, at de betaler selskabsskat. Det betyder naturligvis ikke, at disse virksomheder ikke udnytter rentefradrag og afskrivningsregler, men det kan meget vel tænkes, at en del af de netop omtalte effekter af rente- og inflationsændringer er mindre væsentlige, hvis den faktiske skattebetaling er nul igennem adskillige år.

V.5 Udviklingen i virksomhedernes kapitalomkostninger og investeringer 1966-84

11. I figur V.8. er anført et indeks for udviklingen i udtrykket for kapitalomkostningerne for maskinkapital i årene 1966-84 relativt til den generelle prisudvikling (kurve 1). Det fremgår, at der frem til 1975 var et støt fald i kapitalomkostningerne, en stigning frem til 1981 og herefter igen et fald. De øvrige kurver viser bidraget til denne udvikling fra de enkelte elementer i kapitalomkostningerne.

Bidraget til udviklingen fra

afskrivningsreglerne

Kurve (2) viser udviklingen i kapitalomkostningerne, hvis alene de skattemæssige afskrivningsregler antager deres faktiske værdi i perioden, mens alle øvrige forhold fastholdes på deres værdi i 1966. Ændringerne i afskrivningsreglerne gennem perioden har således generelt bidraget til en reduktion af kapitalomkostningerne - mest markant gennem reglerne om ekstraordinære afskrivninger og investeringsfradrag i 1975 og 1976 samt ved overgangen til indeksering af afskrivningsgrundlaget i 1982.

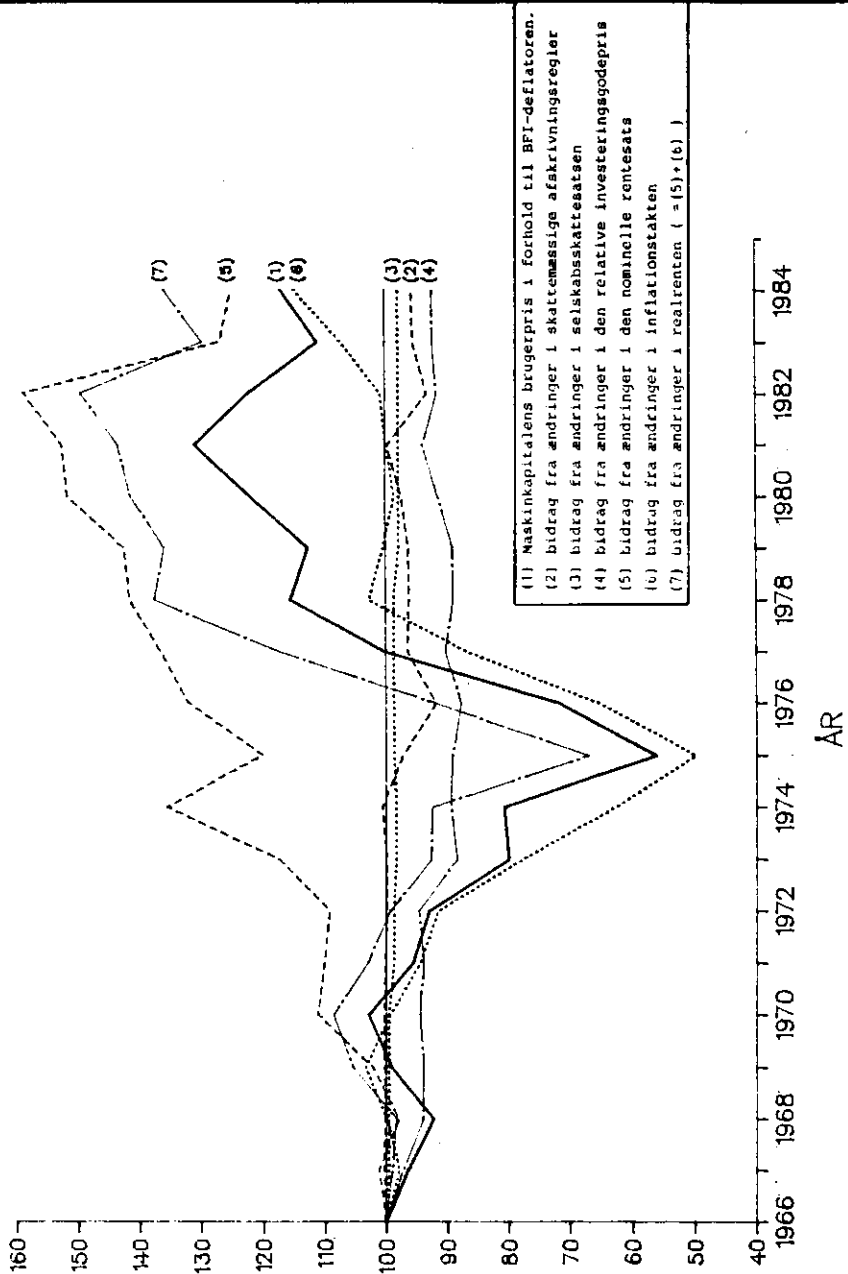
skattesatsen

Kurve (3) viser det isolerede bidrag fra udviklingen i selskabsskattesatsen. Forhøjelserne af denne i 1971, 1973 og 1979 har medvirket til at reducere kapitalomkostningerne, mens nedsættelsen i 1975 forøgede disse. Forklaringen er som berørt ovenfor, at en højere skattesats øger den skattemæssige værdi af afskrivningerne og reducerer efter-skat renteomkostningerne på grund af fradragsretten for renteutgifter.

prisen på kapitaludstyr

Kurve (4) viser bidraget fra den relative investeringsgodepris. Den langsomme prisudvikling på kapitalgoder sam-

Figur V.8 : Udviklingen i kapitalomkostningerne (maskinkapitalens brugerpris) dekomponeret i forskellige forklaringsbidrag .
Indeks 1966=100 .



menlignet med den generelle prisudvikling har isoleret set bidraget til en reduktion af kapitalomkostningerne.

*rente og
inflation*

Kurverne (5), (6) og (7) viser bidraget fra udviklingen i rentesatsen, den forventede omkostningsinflation og realrenten.

Stigningen i renten frem til 1982 (med afbrydelsen i 1975) har trukket kapitalomkostningerne i vejret, og faldet i de seneste år har tilsvarende reduceret dem. Inflationen virker modsat renten: for given nominel rentesats vil en højere (forventet) inflationstakt reducere realrenten og samtidig øge fordelagtigheden af indekseringen af afskrivningsgrundlaget. Inflationsudviklingen har frem til 1977 mere end opvejet rentestigningens effekt på kapitalomkostningerne (faldende realrente og kapitalomkostninger); i højrenteårene 1979-82 trækker den stigende realrente kapitalomkostningerne i vejret, mens rentefaldet i 1983 og 1984 delvist opvejes af det samtidige fald i inflationstakten. Således var der i 1984 en stigning i kapitalomkostningerne sammenlignet med 1983 på grund af stigningen i realrenten.

*Realrenten er
den dominerende
faktor i kapitalomkostningerne*

Den dominerende faktor i kapitalomkostningernes udvikling har, som det fremgår af figuren, således været realrenten, dog modificeret af ændringerne i skatte- og afskrivningsregler og prisudviklingen på investeringsvarer, der i stort set hele perioden har bidraget til en reduktion i kapitalomkostningerne.

*Effekten på
investeringerne*

12. Ved en opgørelse af kapitalomkostningernes indflydelse på investeringsaktiviteten må der tages hensyn til, at også omkostningerne ved anvendelse af andre produktionsfaktorer spiller ind ved virksomhedernes investeringsbeslutninger. Hvis omkostningerne ved f.eks. arbejdskraft- og energianvendelse stiger kraftigere end omkostningerne ved anvendelse af kapitaludstyr, udgør det en selvstændig tilskyndelse til øgede investeringer i kapitaludstyr. Omvendt vil en langsommere udvikling i lønomkostningerne gøre brug af arbejdskraft som produktionsfaktor mere fordelagtig sammenlignet med kapitaludstyr og dermed reducere den impuls til kapitalanskaffelse, som kapitalomkostningsudviklingen i øvrigt selvstændigt måtte begrunde.

*andre omkostninger betyder
også noget*

Udviklingen i faktorpriserne

I figur V.9. er angivet udviklingen i maskinkapitalomkostningerne (som defineret ovenfor) relativt til lønomkostningerne og til energipriserne i perioden 1966-84. Den meget kraftige lønudvikling og den samtidige voldsomme stigning i energipriserne i midten af 1970'erne viser sig som et markant fald i de relative kapitalomkostninger. Den stigende realrente øger herefter kapitalomkostningerne relativt til lønudviklingen; efter energiprishoppet i 1979/80 falder kapitalomkostningerne imidlertid påny relativt til energipriserne. Rentefaldet i 1983 (og 1984) har kun en mindre effekt, da det falder sammen med en afsvækkelse af stigningstakten for såvel lønomkostningerne som energipriserne.

Afsætningsforventningerne...

13. Investeringsaktiviteten afhænger - ud over udviklingen i de relative priser - frem for alt af virksomhedernes afsætningsforventninger. I figur V.10 er angivet de årlige ændringer i de private byerhvervs investeringer 1970-84 opdelt på bidragene fra to forklaringsfaktorer: ændringer i afsætningsforventningerne (estimeret ved den faktiske produktionsændring) korrigeret for variationer i virksomhedenes kapacitetsudnyttelsesgrad og ændringer i de relative faktorpriser.⁵¹⁾ Eksempelvis kan investeringsfaldet i 1975 forklares med et kraftigt fald i virksomhedernes afsætningsforventninger, der delvist modvirkedes af faldet i kapitalomkostningerne relativt til både løn- og energiomkostningerne. Udviklingen i 1976 og 1977 adskiller sig fra de øvrige år ved den påvirkning af investeringsomfanget, som reglerne om ekstraordinære afskrivninger og investeringsfradrag udgjorde de pågældende år.

...har betydet mest...

Den dominerende af de her undersøgte forklaringsfaktorer bag såvel investeringsfaldet 1978-81 ("investeringskrisen") som opgangen 1982-84 synes således at være udvik-

51. Dekomponeringen er foretaget ved hjælp af den relation til bestemmelse af maskininvesteringerne, der indgår i den beregningsmodel, der er anvendt ved udarbejdelsen af denne redegørelses kvantificeringer af pengepolitikken, jfr. kapitel VI. I relationen indgår udviklingen i de forskellige produktionsfaktorpriser som udglattede gennemsnit for 2-3 perioder, idet aktuelle ændringer i priserne påvirker investeringsbeslutningerne med en vis forsinkelse; derfor er der ikke nøjagtig overensstemmelse mellem figur V.9's kurver og de anførte forklaringsbidrag fra omkostningsforholdene i figur V.10.

lingen i virksomhedernes afsætningsmuligheder.⁵²⁾

*...også i de
seneste år*

I årene 1971-76, hvor kapitalomkostningerne faldt i forhold til lønomkostningerne (og 1973-76 også i forhold til energipriserne), bidrog faktorprisudviklingen mærkbart positivt til investeringerne. (Det positive bidrag fra omkostningsforholdene i 1981 - på trods af den rekordhøje rente - skyldes indflydelsen fra stigningen i energipriserne). Det er bemærkelsesværdigt, at investeringsopsvinget i de seneste år alene synes at forklares ved de bedre afsætningsbetingelser, mens ændringerne i omkostningsforholdene stort set ikke har bidraget, bl.a. fordi rentefaldet (og det afledte fald i kapitalomkostningerne) faldt sammen med en mærkbar reduktion af løn- og energiprisstigningstakterne. Hertil må dog føjes, at den anvendte beregningsrelation er mere usikker ved vurdering af årene fra 1982 og frem end for perioden forud, samt at der i dekomponeringen generelt ikke er taget hensyn til indflydelsen på investeringsaktiviteten fra andre forhold end de her nævnte.

V.6 Investeringstilskud

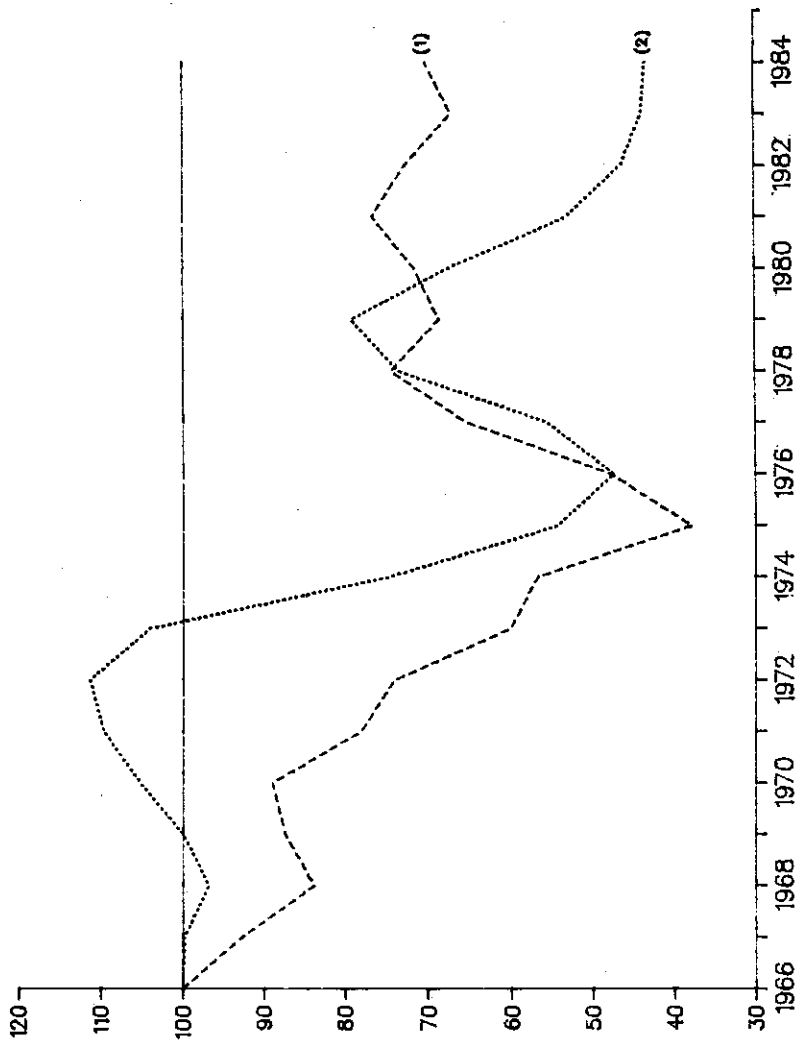
14. Der findes en række specielle finansieringsordninger, hvor vilkårene - i varierende grad fra ordning til ordning - er gunstigere for låntager end markedsvilkårene. Ligeledes eksisterer der en række tilskudsordninger, hvorigennem der kan opnås offentlig støtte til bestemte formål som f.eks. produktudvikling og egnsudvikling. De fleste af disse ordninger har til formål at stimulere aktiviteterne indenfor det pågældende område, men i nogle tilfælde har tilskuddene primært et fordelingspolitisk sigte; det gælder bl.a. landbrugets gældssaneringsordning og rentetilskud til statsgaranterede studielån.

Dækker stor an-

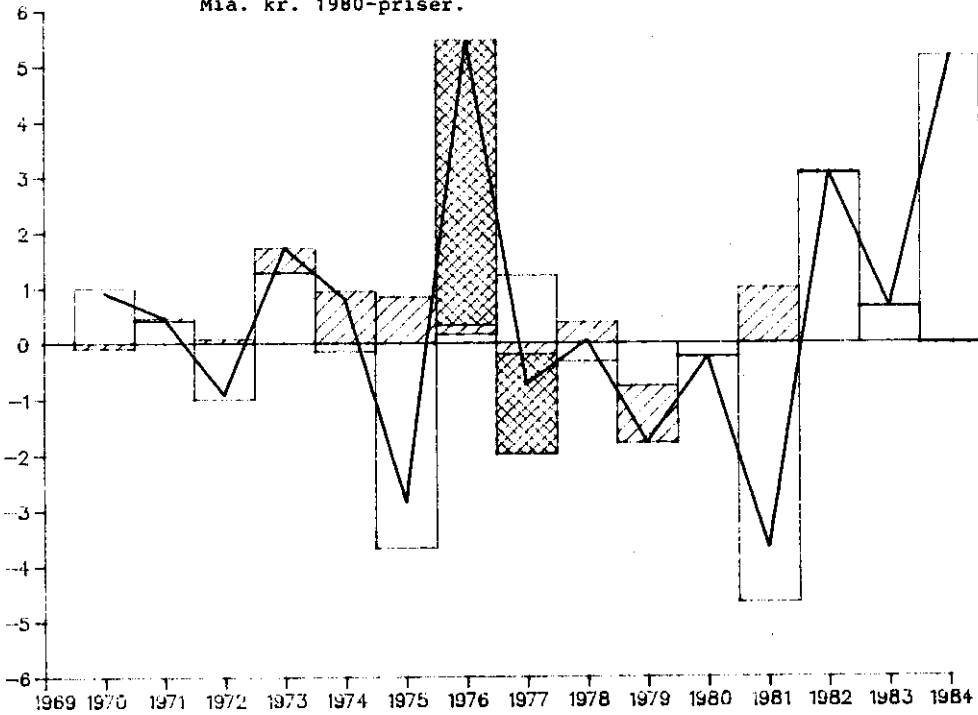
De vigtigste af de særlige finansieringsordninger for erhvervslivet har intil nu været skibskreditfinansieringen, den nu ophævede K-låneordning og Dansk Eksportfinansieringsfond. Det samlede bruttoudlån gennem disse tre ordninger,

52. I denne forbindelse kan det nævnes, at rentabiliteten i et investeringsprojekt ofte vil være mere følsom for ændringer i kapitaludstyrets udnyttelsesgrad end for ændringer i kapitalomkostningerne.

Figur V.9 : Udviklingen i forholdet mellem kapitalens brugerpris og timelønsatsen (1) henholdsvis energiprisen (2) .
Indeks 1966=100 .



Figur V.10 : Årlige ændringer i maskininvesteringerne i den private sektor excl. landbrug og energiinvesteringer . Bidrag fra ændringerne i virksomhedernes afsætningsforhold og fra ændring i de relative produktionsfaktoromkostninger . 1970-1984
Mia. kr. 1980-priser.



- Årlig ændring i maskininvesteringerne.
- Bidrag fra ændringer i afsætningsforhold.
- ▨ Bidrag fra ændring i relativ pris på brug af kapitaludstyr
- ▩ heraf særskilt bidrag fra de midlertidige investeringsfradragregler i 1976 .

Anm. Tallene for 1982-84 er foreløbige .

del af investeringerne

der fremgår af tabel V.2, svarede i årene 1981-83 til lidt under en femtedel af de samlede private erhvervsinvesteringer.

Tabel V.2 Bruttolån via særlige ordninger 1978-84

År	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Mia.kr.	3.8	4.3	4.9	8.1	9.0	9.4	7.5

Kilde: Nationalbankens årsberetning

Det er dog kun skibskreditordningen og K-låneordningen, der direkte har været knyttet til investeringsfinansiering. Eksportfinansieringsfonden yder lån til finansiering af eksportkontrakter med 2-5 års løbetid, og det er nærliggende at antage, at en relativ gunstig finansiering af sådanne kontrakter ikke blot virker eksportfremmende, men også indirekte stimulerer investeringerne i de pågældende virksomheder. Noget tilsvarende kan meget vel gøre sig gældende også for flere af de tilskuds- og finansieringsordninger, der ikke er nærmere omtalt her.⁵³⁾

Skibskreditordningen

15. Skibskreditordningen, der indebærer, at Nationalbanken indløser lavt forrentede obligationer til parikurs udgør en del af subsidieringen af investeringer i nye skibe bygget på danske værfter. Også leasing-arrangementer medførte indtil lovændringerne i 1984 meget betydelige indirekte tilskud til skibsbygning, ligesom mulighederne for såkaldt dobbeltfinansiering, hvorved investorerne kunne placere det overskydende provenu fra skibsfinansieringen i obligationer med højt afkast efter skat, indebar en ikke uvæsentlig indirekte støtte.

Gennem skibskreditordningen har nybyggede skibe fra danske værfter i en årrække kunnet finansieres (op til 80 pct. af kontraktsummen) til en rente på 8 pct. p.a. med en løbetid på 8 1/2 - for den særlige hjemmemarkedsordning for danske redere dog op til 12 års løbetid.

Subsidieringsgraden afhænger

Graden af subsidiering afhænger af markedsrenten på belåningstidspunktet. Ved en markedsrente på f.eks. 11 pct.

53. For en uddybende beskrivelse af finansieringsordningerne kan henvises til "Lån til erhvervslivet - Formidling af lån og garantier" udgivet af Danmarks Sparekasseforening.

af markeds- renten

p.a. udgør efter-skat renten ved en skatteprocent på 40 6.6 pct. mens den for 8 pct. lånet er 4.8 pct. Denne difference betyder for et 10-årigt lån, at subsidieringen har en værdi svarende til ca. 7 pct. af lånet. Ved en markedsrente på 11 pct. udgør subsidiet i skibskreditordningen altså ca. 7 pct. af lånet - for investorer, der ikke fuldt ud kan udnytte fradragsretten dog noget mere. I tabel V.3 er på tilsvarende måde beregnet, hvor store tilskuddene har været i årene 1979-84.

Tabel V.3 Skibskreditordningens subsidieringsgrad

År	Markedsrente a)	Subsidieringsgrad b)
1979	17.4	25
1980	19.2	26
1981	19.5	26
1982	20.6	28
1983	13.8	14
1984	14.3	15

a) Gennemsnitlig effektiv obligationsrente

b) 1 minus kursen på 10-årig, 8 pct.'s fordring når efter-skat renten skal svare til markedsrenten efter skat ved 40 pct. marginalskat.

K-låneordningen

16. K-låneordningen, der blev ophævet med virkning fra 1. januar 1985, indebar, at eksportvirksomheder inden for landbrug og industri kunne finansiere en del af deres investeringer i maskiner og bygninger til en rente, der har varieret mellem 10 og 13 pct. og med en typisk løbetid på op til 10 år i perioden 1979-84. Midlerne til ordningen blev tilvejebragt gennem offentlig låntagning i udlandet.

Tilskudselementet i K-låneordningen udgjorde ved 40 pct. marginalskat omkring 20 pct. af lånet i årene 1980-82, mens tilskudselementet blev meget stærkt formindsket efter rentefaldet i 1983, hvor renten for K-lån i 1983 og 1984 udgjorde 12.5 pct. p.a. mens markedsrenten lå på omkring 14 pct. p.a.

Ikke meget tilskud efter rentefaldet

17. Generelt udgjorde disse specielle finansieringsordninger altså et ret vigtigt instrument i højrenteperioden i henseende til at opretholde investeringsaktiviteten på de områder, ordningerne omfatter. Efter rentefaldet er tilskudselementet imidlertid stærkt reduceret. Da rentefaldet har været ledsaget af et betydeligt fald i inflationstakten, er realrenten efter skat gået markant i vejret for især skibsinvesteringer, men også i et vist omfang for andre investeringer med særlige finansieringsordninger.

V.7 Renteudgifter ved udlandsfinansiering

Som nævnt i kapitel II og IV, har en del af formålet med den kombination af valutabestemmelser og rentepolitik, der var gældende indtil 1983, været at gøre det attraktivt for danske virksomheder at finansiere en del af investeringerne gennem udenlandsk låntagning. Denne finansieringsadgang indebar sammen med de netop omtalte særlige finansieringsordninger en mulighed for, at en ret stor del af de indenlandske erhvervsinvesteringer kunne gennemføres med lavere finansieringsomkostninger end svarende til lånevilkårene på det indenlandske kapitalmarked.

Finanslån har haft stor betydning

Den type af udenlandske lån, der formentlig har haft størst betydning for de indenlandske investeringer, er de såkaldte finanslån. Kravene til disse lån var indtil for nylig, at løbetiden skulle være mindst 5 år, samt at der måtte afdrages højst 20 pct. pr. år. Med virkning fra 1. juni 1985 er der givet adgang til at optage 1-årige finanslån. Renten på disse finanslån varierer gennemgående med renten på euro-markederne, men vil typisk være lidt højere end denne, hvortil kommer garantiprovision og formidlingsprovision m.v., således at den samlede renteudgift typisk har ligget omkring 5 pct. point over den "rene" rente på euromarkederne for dollar-lån og ca. 3 pct. point over for DM-lån.

Udover rente og provision må låntager endvidere kalkulere med evt. valutakursændringer ved opgørelse af de samlede låneomkostninger enten i form af kurssikringspræmier eller i form af kursgevinster eller -tab. I tabel V.4. er gjort et forsøg på at beregne den gennemsnitlige effektive rente incl. pro-

*Periodevis klar
fordel ved ud-
landslån*

visioner, valutakurstab og -gevinster for hvert år siden 1976. Det fremgår heraf, at der periodevis har været en klar fordel ved udlandslåntagning. Indtil 1979 var især dollar-lån meget fordelagtige, mens især lån i Schweizer-franc og i nogen grad lån i DM og hollandske gylden har været billigere end indenlandsk finansiering fra 1982 og frem. Derimod var fordelene ved udenlandsk finansiering meget ringe og for dollar-lån naturligvis helt fraværende i årene 1979-84.

Tabel V.4 Effektiv gns. renteudgift pct. p.a. for finanslån

	Dollar	DM	Lånevaluta Schw.franc	Gylden	Danske kas- sekredit
1976-78	5	13	16	-	14
1977-79	11	15	18	-	14
1978-80	18	12	11	-	16
1979-81	32	16	17	-	17
1980-82	36	17	17	18	18
1981-83	36	18	19	17	17
1982-84	33	14	10	13	16

Kilde: Oplysninger fra Privatbanken og egne beregninger.

V.8 Udlændinges afkast af danske fordringer

I den seneste tid har der været stor opmærksomhed omkring specielt salget af danske statsobligationer til udlandet. Som nævnt i kapitel IV blev adgangen hertil standset i 1979 og først genåbnet i 1983. Valutabestemmelserne har på dette område uden tvivl været af ganske stor betydning for den danske renteudvikling - både for det meget store rentespænd før 1983 og for det kraftige rentefald i de seneste 2 år. Dette understreges af tabel V.5., der viser hvilket afkast i DM, der har kunnet opnås for danske obligationer siden 1976. Det fremgår af tabellen, at der gennemgående har været en betydelig gevinst i DM ved at placere i danske obligationer fremfor i vesttyske.

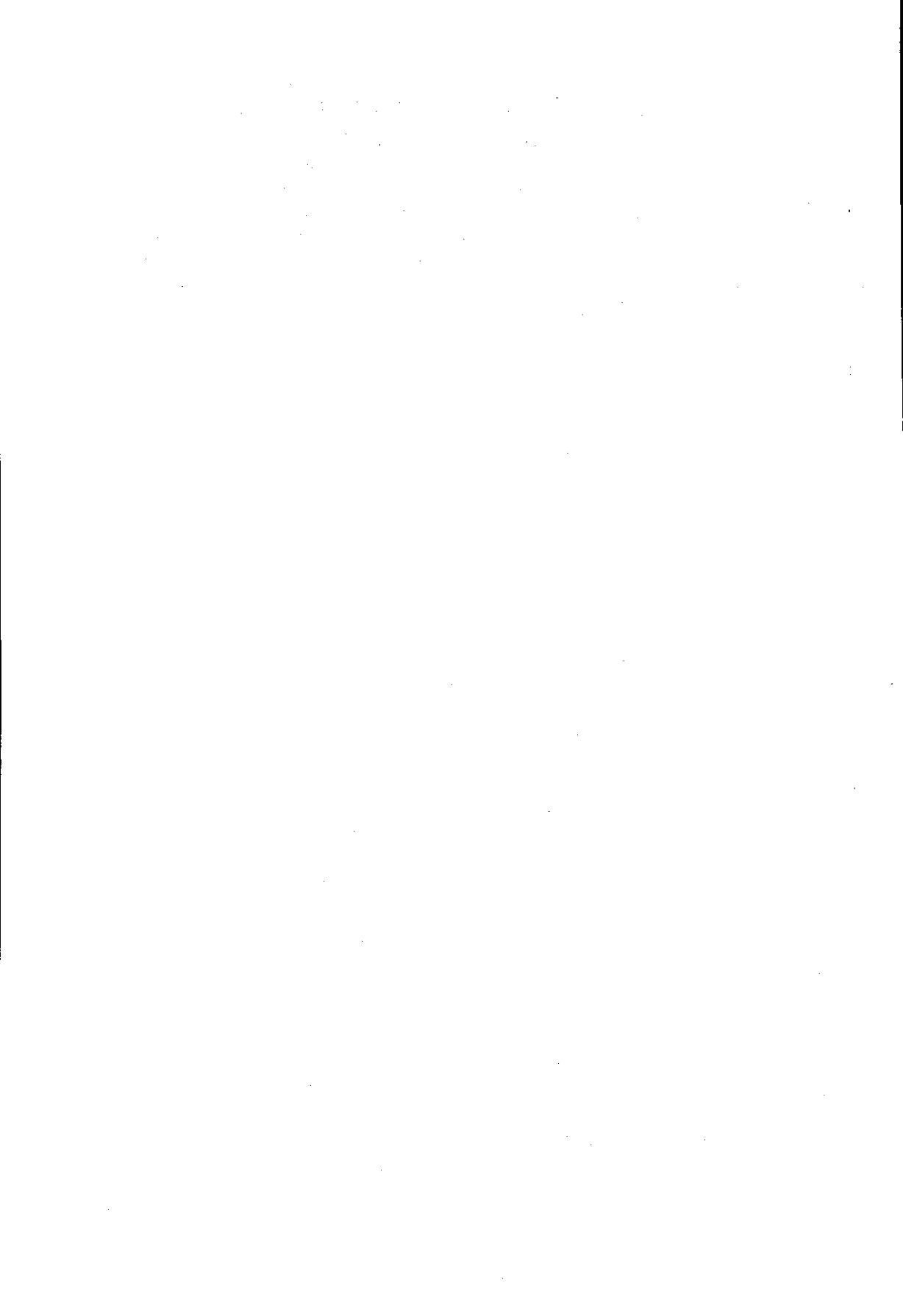
Tabel V.5: Afkast i DM af danske obligationer

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Dansk obligations- rente 1)	13	16	17	18	18	19	19	19	13
Procentvis ændring i DM-kurs 2)	4	12	1	12	-1	6	8	3	-1
Obligationsrente i DM	9	4	16	6	19	13	11	16	14
Tysk obligations- rente	8	7	6	6	8	9	10	8	8

1) Gns. effektiv rente ultimo december året før.

2) Procentvis ændring i DM-kursen i løbet af kalenderåret.

Beskatningsforholdene kan naturligvis påvirke billedet, især såfremt der er forskel på den skattemæssige behandling af renter og valutakurstab i udlandet. For helt skattefrie investorer har overrenten på en dansk obligation fra 1983 til i dag været omkring 7 pct.point sammenlignet med en tysk obligation købt i 1983. Denne markante forskel er en væsentlig baggrund for udlændinges interesse for danske obligationer i disse år, hvilket på den anden side har medvirket til en delvis tilpasning af det danske renteniveau til udlandets.



Kapitel VI

Nogle kvantitative illustrationer af spillerummet for pengepolitikken

1. Formålet med analysen i dette kapitel er gennem en belysning af nogle kvantitative effekter af forskellige pengepolitiske instrumenter at illustrere pengepolitikkenes muligheder for fremover at påvirke centrale økonomisk-politiske mål.

Gangen i kapitlet

Kapitlet tager udgangspunkt i en beskrivelse af nogle centrale mekanismer og sammenhænge på de finansielle markeder og mellem de finansielle og reale markeder. Hensigten er bl.a. at klargøre de sammenhænge, som er indbygget i det modelgrundlag, der anvendes ved de efterfølgende beregninger, og som er centrale for de anførte resultater.⁵⁴⁾

Efterfølgende præsenteres to grundforløb for dansk økonomi frem til 1995. I det ene forløb, der må karakteriseres som det mest realistiske, fører en støt reduktion i dansk økonomis balanceproblemer til et jævnt fald i renteniveauet. Det andet forløb, som adskiller sig fra det første forløb ved lidt mindre gunstige tendenser i den udenrigsøkonomiske udvikling, præges derimod af store uligevægte, som forhindrer det jævne rentefald, der kendetegner det første forløb.

Det diskuteres efterfølgende med baggrund i nogle regneeksempler, hvorledes rentefaldet i det første forløb kan tænkes fremkaldt. I det alternative mere krisepregede forløb,

54. Det modelgrundlag, der har været anvendt til beregninger af effekterne af forskellige typer økonomisk politik i tidligere redegørelser fra formandskabet, er i forbindelse med udarbejdelsen af denne redegørelse blevet udbygget. Nogle væsentlige sammenhænge på de finansielle markeder og mellem disse og den reale økonomi kan nu belyses grundigere end tidligere. En detaljeret beskrivelse af det anvendte modelgrundlag er indeholdt i bilag 5 i denne redegørelses del II.

hvor renten ligger på et relativt højt niveau, er behovet for en særlig pengepolitisk indsats til reduktion af renten mere udtalt. Ligeledes med baggrund i nogle regneeksempler diskuteres mulighederne for etablering af et sådant rentefald gennem øget offentlig kapitalimport, subsidiering af privat kapitalimport og reguleringer af pengeinstitutternes kreditgivning. Mulighederne for at opnå et rentefald gennem kraftigere institutionelle ændringer behandles kortfattet, og kapitlet afsluttes med en omtale af dels forholdet mellem effekterne af et rentefald og de effekter, som kan opnås gennem en forbedring af lønkonkurrenceevnen, dels de fordelingsmæssige effekter af renteændringer.

VI.1. Nogle centrale finansielle sammenhænge i dansk økonomi

2. I det danske finansielle system, som kendetegnes af en høj grad af integration i de internationale finansielle markeder og en markedsorienteret linje i den indenlandske pengepolitik, finder en væsentlig del af rentedannelsen sted gennem samspillet mellem udbud og efterspørgsel af forskellige finansielle aktiver.

De vigtigste agenter på de finansielle markeder

For at skabe et overblik over de mange forskellige enkeltagenters adfærd på dette område kan det være nyttigt at opdele disse i nogle hovedsektorer, indenfor hvilke der kan antages at være en rimelig ensartet adfærd. I den beregningsmodel, som anvendes ved de efterfølgende vurderinger af pengepolitiske indgreb sondres mellem seks sådanne sektorer:⁵⁵⁾

- den private ikke-finansielle sektor (husholdninger og virksomheder)
- pengeinstitutter

55. Denne opdeling er ikke nødvendigvis den mest ønskelige men er bl.a. bestemt af det foreliggende datagrundlag. Meget kunne således tale for, at det ville være hensigtsmæssigt at behandle pensionskasser og forsikringselskaber særskilt i stedet for at lade dem indgå som en del af den private ikke-finansielle sektor, ligesom en adskillelse af virksomheder og husholdninger ville være ønskelig.

- staten
- kommuner
- nationalbanken
- udlandet

Hver af disse sektorer efterspørger og udbyder finansielle aktiver. Eksempler på den private ikke-finansielle sektors finansielle aktiver er dens beholdning af primær likviditet, af indskud i pengeinstitutterne og af obligationer. Dens passiver er bl.a. dens lån i pengeinstitutterne, dens lån i udlandet og dens obligationsgæld, jfr. i øvrigt figur VI.1.

Opsparingsoverskud giver tilvækst til finansiell nettoformue

Hver sektors finansielle nettoformue er lig med summen af dens finansielle aktiver minus summen af dens passiver. Den finansielle nettoformue er altså sektorens nettofordringer på de øvrige fem sektorer. Af figur VI.1 fremgår det således, at den private ikke-finansielle sektors finansielle nettoformue netop modsvarer summen af dens fordringer på andre sektorer minus andre sektorerers fordringer på den selv.

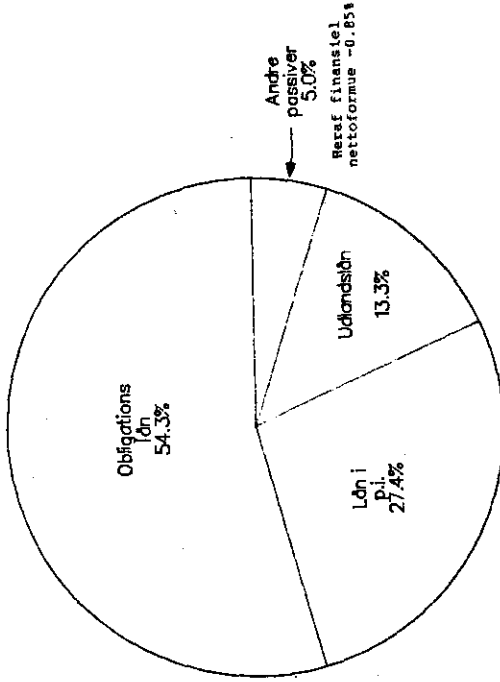
Ændringen i en sektors finansielle nettoformue fra periode til periode afhænger af forskellen mellem sektorens opsparing og dens køb af reale aktiver (realinvesteringer): En sektor med opsparingsoverskud øger sin finansielle nettoformue og omvendt.

Adfærden ved formuesammensætning

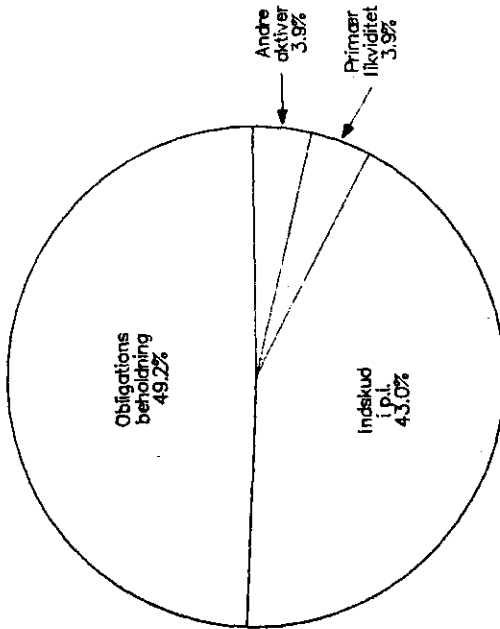
Hvordan en sådan forøgelse af sektorens finansielle nettoformue fordeler sig på forøgelse af finansielle aktivbeholdninger/reduktion af passiver, er derimod et spørgsmål om adfærd hos de agenter, som indgår i sektoren. De forskellige aktiv/passiv-typer har forskellige karakteristika (likviditetsgrad, forrentning, løbetid, kursusikkerhed, beskatningsforhold m.v.), som de enkelte agenter ikke har indflydelse på. Når agenterne i den private ikke-finansielle sektor skal vælge, hvordan en forøgelse i deres finansielle nettoformue skal fordeles ud på porteføljen, bliver der derfor tale om en afvejning af disse egenskaber for de enkelte fordringstyper, således at formuens sammensætning svarer til agenternes ønsker med hensyn til afkast, risikospredning, likviditetsgrad m.v.

Figur VI.1: Den private ikke-finansielle sektors finansielle portefølje, ultimo 1984.

B. Finansielle passiver

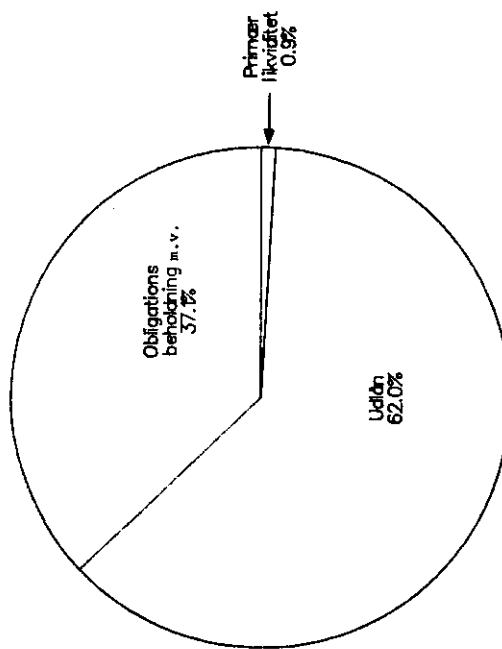


A. Finansielle aktiver

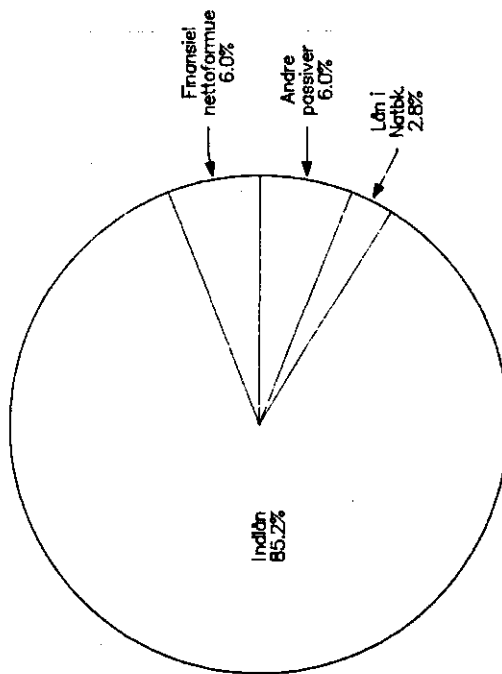


Figur VI.2: Pengeinstitutternes finansielle portefølje, ultimo 1984.

A. Finansielle aktiver



B. Finansielle passiver



Denne afvejning af de enkelte fordringers egenskaber ved valg af formuesammensætning indebærer, at en ændring i et aktivs/passivs egenskaber - f.eks. en ændring i dets rente - vil ændre dets andel af sektorens balance. Hvis eksempelvis indlånsrenten i pengeinstitutterne går i vejret, og de øvrige rentesatser m.v. er uforandrede, vil det udløse en omlægning af den private sektors formue, således at en større del af aktiverne nu placeres som indskud i pengeinstitutterne.

En stigning i omkostningerne ved udlånslån⁵⁶⁾ i forhold til de indenlandske rentesatser, gør udlånslåntagning mindre fordelagtig, og der vil foregå en omlægning af sektorens aktiv- og passivbeholdning, så en del af udlånslånene bliver afviklet (eller ikke bliver fornyet ved udløb), samtidig med at sektorens nettoefterspørgsel efter indenlandsk kredit går i vejret.⁵⁷⁾

Pengeinstitutterne fastsætter renter...

...men har til gengæld ikke fuld kontrol med deres por-

I modsætning til den private ikke-finansielle sektor, der må tage aktivers/passivers afkast for givet og på basis heraf sammensætte sin portefølje, fastsætter pengeinstitutterne direkte afkastet af visse typer af finansielle aktiver/passiver. Dette gælder således i vid udstrækning pengeinstitutternes indlåns- og udlånsrenter. Modstykket hertil er, at pengeinstitutterne ikke direkte kan styre mængden og dermed andelen af ind- og udlån på deres balance. Af figur VI.2, som angiver nogle hovedelementer på pengeinstitutternes balance ultimo 1984, fremgår, at med ind- og udlån stort set bestemt af efterspørgslen, kommer pengeinstitutternes mulighed for selv at bestemme deres porteføljesammensætning især til at ligge på obligationsefterspørgsel og låntagning i nationalbanken. I praksis er der dog en mindre skarp son-

56. For udlånslånenes vedkommende udgøres låneomkostningerne af to elementer: den udenlandske rentesats og agenternes valutakursforventninger, idet der ses bort fra provision til indenlandske pengeinstitutter og lignende omkostninger, jfr. i øvrigt kapitel V. Et eksempel: Hvis lånerenten i et udenlandsk pengeinstitut er 5 pct. p.a. og låntagerne forventer en depreciering af kronen over for den pågældende lånevaluta på 2 pct. om året, er de samlede forventede låneomkostninger målt i kroner 7 pct. p.a..

57. De i beregningsmodellen anvendte følsomheder i porteføljesammensætningen overfor renteændringer fremgår af bilag 5.

tefølje

dring mellem de poster på balancen, som pengeinstitutterne selv styrer direkte, og de poster, som ikke er direkte styret. Især på længere sigt må det antages, at fastsættelsen af pengeinstitutternes rentesatser sker under hensyntagen til den påvirkning, de udøver på pengeinstitutternes portefølje.

Sektorerne hænger sammen

De enkelte sektorer "hænger sammen" på den måde, at en sektors aktiver er passiver for en eller flere af de øvrige sektorer, idet der for hver fordringstype er foretaget en nettoberegning indenfor den enkelte sektor. Har en sektor en positiv finansiell nettoformue må de øvrige sektorer under et derfor have en tilsvarende negativ finansiell nettoformue (summen af sektorernes finansielle formue er nul). En total beskrivelse af det finansielle system må derfor også indeholde en beskrivelse af adfærden hos de "officielle" agenter: kommuner, stat og nationalbank.

De 'officielle agenter'

Ved fremskrivninger med den anvendte beregningsmodel er kommunernes balance forudsat at svare til sammensætningen i 1984, ligesom det er antaget, at denne sammensætning er upåvirket af ændringer i rentesatser m.v..

Statens optræden på de finansielle markeder⁵⁸⁾ er bestemt af målsætninger vedrørende renteutvikling, valutaeserver, likviditetsudvikling m.v. Det er i beregningsmodellen antaget, dels at statens udbud af obligationer bestemmes af den gældende målsætning om den indenlandske rentesats (hvor et øget obligationsudbud alt andet lige vil medføre en stigning i obligationsrenten og vice versa), dels at staten gennem sin optagelse af udlandslån tilstræber en bestemt udvikling i valutaeserverne. Variationer i den private ikke-finansielle sektors udlandslåntagning, som påvirker valutaeserverne, antages således kompenseret af modgående ændringer i den statslige låneoptagelse i udlandet. Mellemværendet mellem stat og nationalbank fungerer som den udliggende post på statens balance.

Når de øvrige sektors portefølje er fastlagt, er nationalban-

58. Med statens optræden sigtes til den adfærd, som bestemmer statens porteføljesammensætning. I praksis er det f.eks. i forbindelse med statsgældspolitikken i høj grad nationalbanken som er med til at træffe beslutningerne om udbudet af statsobligationer til de øvrige sektorer.

kens balancesammensætning residualt bestemt.

En oversigt over nogle hovedtræk ved det finansielle system er anført i tabel VI.1. I bilag 3 er anført en række statistiske oplysninger om udviklingen i de her nævnte sektorer formue og formuesammensætning, rentesatser m.v. for perioden 1974-84.

Obligationsrenten skaber ligevægt på obligationsmarkedet

3. På obligationsmarkedet skaber ændringer i obligationsrenten ligevægt mellem udbud og efterspørgsel. En ændring i renten på obligationsmarkedet som følge af ændringer i forhold på enten efterspørgsels- eller udbudssiden vil påvirke hele det finansielle system, herunder også pengeinstitutternes ind- og udlånsrentesatser. En stigning i obligationsrenten vil alt andet lige føre til en omlægning af den private ikke-finansielle sektors aktiver over mod obligationer og væk fra bl.a. indlån i pengeinstitutterne. På passivside vil der tilsvarende ske en omlægning væk fra obligationslån over til lån i pengeinstitutterne. Begge typer omlægning vil udøve et opadgående pres på pengeinstitutternes ind- og udlånsrenter. I hvilken grad en stigning i obligationsrenten slår igennem på pengeinstitutternes rentesatser, afhænger bl.a. af, om nationalbanken lader pengemarkedsrenten uforandret eller tilpasser den til det højere niveau for de markedsbestemte renter.

Samspillet mellem finansielle og reale markeder

4. Udviklingen på de finansielle markeder foregår i en stadig vekselvirkning med udviklingen på de reale markeder. I figur VI.3 er anskueliggjort, hvorledes samspillet er afspejlet i den anvendte beregningsmodel.⁵⁹⁾

Aktivitetsniveauet påvirkes gennem...

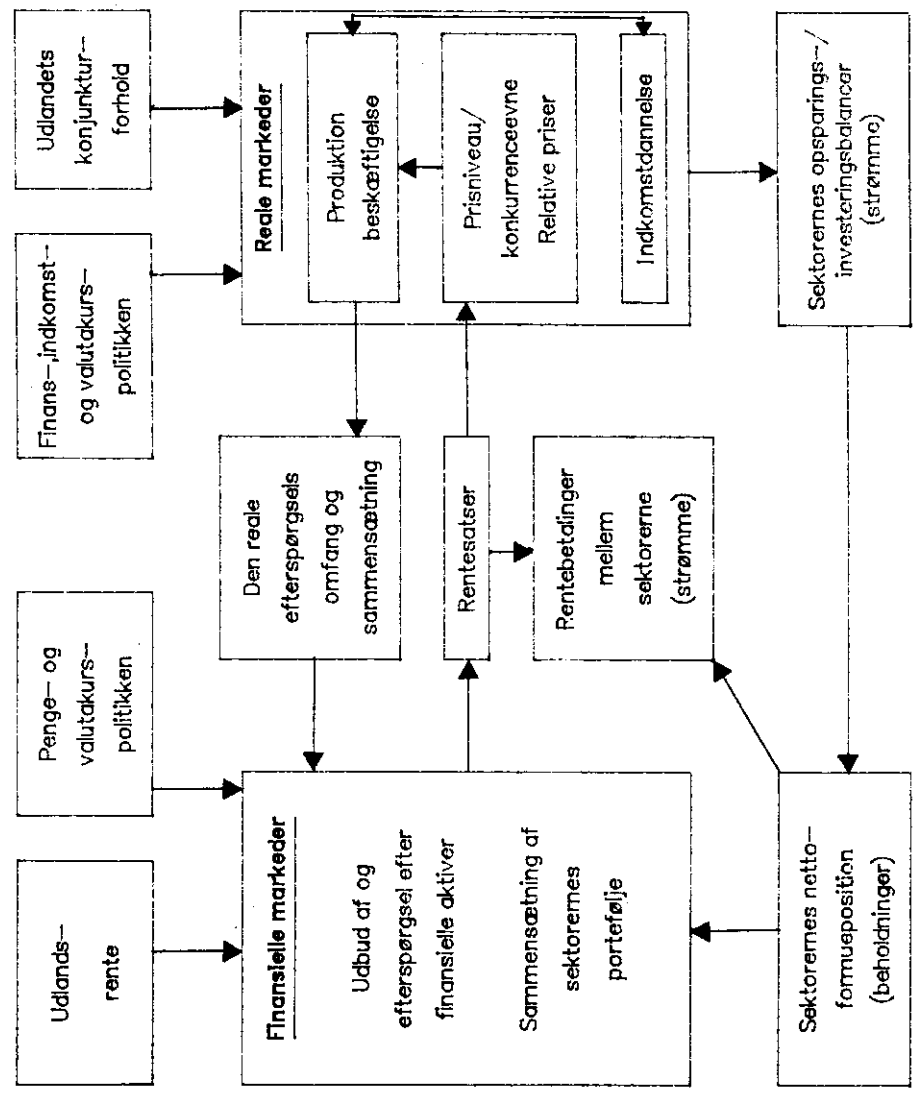
Den centrale transmissionsmekanisme fra de finansielle markeder til den reale del af økonomien virker via rentesatserne, der påvirker aktivitetsniveauet ad to veje, der ofte fører i hver sin retning. Den ene påvirkningsvej består i, at investeringsomfanget (virksomhedernes køb af driftsmidler og bygninger samt boligbyggeriet) varierer modsat renten.

59. Det postuleres ikke hermed, at alle typer af samspil mellem reale og finansielle markeder er medtaget; der findes f.eks. en række vanskeligt kvantificerbare påvirkninger mellem de finansielle og reale markeder, som virker via de forventninger, de giver anledning til hos økonomiens agenter.

Tabel VI.1: De enkelte sektors rolle i det finansielle system

	Forhold som sektoren selv har mulighed for at kontrollere	Forhold af betydning for sektorens adfærd men uden for dens direkte kontrol	Målsætninger og målvariable
Den private ikke-finansielle sektor	<ul style="list-style-type: none"> - Efterspørger bl.a. primær likviditet, obligationer og indskud i pengeinstitutterne - Ovtager obligationslån, lån i pengeinstitutter og udlånslån m.v. 	<ul style="list-style-type: none"> - Alle rentesatser 	<p>Sammensætning af nettoformuen, så den opfylder krav til afkast, risikospredning og likviditet</p>
Pengeinstitutterne	<ul style="list-style-type: none"> - Ind- og udlånsrentesatser - Indskud/lån i nationalbanken - Nettoobligationsefterspørgsel 	<ul style="list-style-type: none"> - Pengemarkedsrente, obligationsrente og udlandsrente - Indskud/udlån i pengeinstitutterne 	<p>Sammensætning af nettoformuen, så den opfylder krav til afkast, risikospredning og likviditet</p>
Staten	<ul style="list-style-type: none"> - Nettoudlandslåntagning - Nettoobligationsudbud - Indskud/lån i nationalbanken - Ændring i regler, f.eks. valutabestemmelserne 	<ul style="list-style-type: none"> - Udlandsrente og pengemarkedsrente - Privat kapitalimport 	<p>Økonomisk-politiske mål for</p> <ul style="list-style-type: none"> - Valutareserver (valutakurshensyn) - Indenlandsk rentesatser (aktivitetssyn og fordelingshensyn) - Andre mål
Nationalbanken	<ul style="list-style-type: none"> - Pengemarkedsrente - Nettoobligationsudbud - Reguleringen af pengeinstitutternes virksomhed - Ændring i valutabestemmelserne 	<ul style="list-style-type: none"> - Udlandsrente - Pengeinstitutternes indskud/låntagning i nationalbanken - Statens indskud/låntagning i nationalbanken 	<p>Økonomisk-politiske mål for</p> <ul style="list-style-type: none"> - Valutareserver (valutakurshensyn) - Indenlandske rentesatser (aktivitetssyn)

Figur VI.3: Samspejlet mellem samfundskønsomiens finansielle og reale del.



...investeringerne

...og rentestrømme

..og via konkurrenceevnen

De finansielle markeder påvirkes af den økonomiske aktivitet

En lavere rente vil reducere kapitalomkostningerne relativt til prisen på de øvrige produktionsfaktorer, herunder især arbejdskraft, så brug af realkapital bliver forholdsvis mere fordelagtig end brug af andre produktionsfaktorer, hvilket vil udløse større erhvervsinvesteringer. Ligeledes vil det blive billigere at bo i en nybygget bolig, hvilket vil stimulere nybyggeriet. Den anden påvirkningsvej er rentens betydning for størrelsen af rentestrømmene mellem økonomiens sektorer. Det private forbrug påvirkes gennem omfanget af de private nettorenteinntægter fra den offentlige sektor og fra udlandet. Effekten på de disponible indkomster (og dermed forbruget) af et indenlandsk rentefald afhænger derfor af den private sektors formueposition over for den offentlige sektor og udlandet. Hvis den private sektor netto har fordringer på den offentlige sektor, vil en lavere rentesats medføre en nedgang i den private sektors renteinntægter og dermed alt andet lige reducere forbrugsefterspørgslen.⁶⁰⁾

En ændring i renteniveauet vil desuden via effekten på virksomhedernes produktionsomkostninger påvirke prisniveau og konkurrenceevne, hvilket vil have betydning for eksporten og importtilbøjeligheden.

Den disponible indkomst - og dermed det private forbrug - afhænger imidlertid ikke alene af rentesatserne som beskrevet ovenfor men også af sektorernes porteføljesammensætning. En forøgelse af den private sektors nettobeholdning af rentebærende fordringer på de øvrige sektorer - eksempelvis som effekt af skift i rentesatserne - vil også påvirke rentestrømmene mellem sektorerne.

Den reale økonomis påvirkning af de finansielle markeder består primært af ændringer i sektorernes finansielle nettoformuer og deraf afledte effekter på sektorernes porteføljesammensætning. Hertil kommer, at den private ikke-finansielle sektors porteføljedispositioner også påvirkes direkte gennem økonomiens aktivitetsniveau og af den samlede efterspørgsels sammensætning på bl.a. forbrug og investeringer. Således vil eksempelvis forøgede boliginvesteringer umiddelbart udløse en større obligationsudstedelse.

60. Der er ikke i beregningerne inddraget effekter fra renten på opsparringstilbøjeligheden ud af en given indkomst (bortset fra i bestemmelsen af husholdningernes bilkøb, der reagerer positivt på et rentefald). Såvel danske som internationale undersøgelser tyder på, at en entydig effekt er relativt svær at afdække. På den ene side vil en lavere rente gøre afkastet af opsparing, og dermed belønningen for at udsætte sit forbrug til senere, mindre, hvilket tenderer mod at reducere opsparringstilbøjeligheden. På den anden side medfører en lavere rente, at der kræves en større løbende opsparing for at realisere en bestemt målsætning for formue tilvæksten, hvilket tenderer mod at øge opsparringstilbøjeligheden. Erfaringerne fra rentefaldet i 1983 tyder dog på, at en fremrykning af kursgevinster som udløses af et rentefald, kan have positive forbrugseffekter.

Effekter af et investeringsopsving

Et investeringsopsving vil derfor påvirke de finansielle markeder ad to kanaler. For det første vil det reducere den private sektors opsparringsoverskud (hhv. forøge dens opsparringsunderskud) og mindske underskuddene/forøge overskuddene på den offentlige sektors budgetbalance og på udlandets balance over for Danmark og dermed ændre på sektorernes formuepositioner. Den private sektor vil således skulle reducere sine aktiver og/eller forøge sine passiver svarende til reduktion af nettoformuen. For det andet vil det likviditetsbehov, der følger med øgede erhvervsinvesteringer, i sig selv medføre en større efterspørgsel efter såvel lån i pengeinstitutterne som udlandslån, udover hvad ændringen i formueposition isoleret set betinger. Det indebærer bl.a., at en stigning i underskuddet på betalingsbalancens løbende poster forårsaget af en opgang i erhvervsinvesteringerne til dels er "selvfinansierende" gennem den afledte større private udlandslåntagning, hvilket kun i mindre grad er tilfældet, hvis det større betalingsbalanceunderskud kan henføres til en stigning i det private forbrug. Omfanget af den mer-udlandslåntagning, staten må optage for at holde valutareserverne upåvirkede af det større underskud på de løbende poster og/eller for størrelsen af den indenlandske rentestigning, der skal til for at fremkalde den nødvendige private kapitalimport afhænger således af, hvad der forårsager det øgede betalingsbalanceunderskud.

Påvirkningen af de indenlandske rentesatser gennem en ændring i sektorernes nettoformuepositioner vil derfor bl.a. afhænge af, hvad der har fremkaldt denne ændring.

Beregningerne er usikre

5. Det må understreges, at de beregninger over pengepolitikens effekter, som præsenteres i afsnit VI.3 og VI.5 er af en tentativ karakter. Der kan her specielt peges på det forhold, at de følsomheder i sektorernes porteføljesammensætning overfor renteændringer, som har kunnet iagttages historisk, ikke kan antages at have fuld gyldighed idag end-sige i fremtiden. Den generelle udvikling går henimod stadig større rentefølsomheder. For at tage hensyn til dette forhold er de i beregningsmodellen anvendte følsomheder generelt forøget i forhold til de historiske erfaringer fra tiåret op til

1984.⁶¹⁾

VI.2. To grundforløb for dansk økonomi 1985-95

6. Som baggrund for en nærmere belysning af pengepolitikens mulige rolle i den samlede økonomiske politik er der foretaget to fremregninger af dansk økonomi for årene 1985-95 - et forholdsvist gunstigt og et forholdsvist ugunstigt scenario.⁶²⁾

Usikkerheden ved fremregninger over en så lang periode er naturligvis overordentlig stor. For en lille åben økonomi som den danske knytter denne usikkerhed sig især til forudsætningerne vedrørende de udenrigsøkonomiske forhold: væksten på vore eksportmarkeder og udviklingen i importpriser, i valutakurser og i det internationale renteniveau.

Gunstige udenrigsøkonomiske antagelser giver...

7. Den første fremregning ("overskudsforløbet") bygger på antagelser om en gennemsnitlig vækst på Danmarks eksportmarkeder på omkring 2.5 pct. om året og en yderligere reduktion af det internationale renteniveau, således at den gennemsnitlige udlandsrente falder fra ca. 11 pct. i 1984 til et niveau på 7 pct. i slutningen af 1980'erne og de efterfølgende år. Under indtryk af de aktuelt gældende udsigter for råvaremarkederne antages desuden stagnerende eller kun svagt stigende råvarepriser (herunder priserne på energi), jfr. tabel VI.2.⁶³⁾

...betalingsbalanceoverskud, uændret ledighed og

En økonomisk fremskrivning under de her nævnte antagelser peger (jfr. tabel VI.3 samt figur VI.5) i retning af en forholdsvist hurtig afvikling af betalingsbalanceunderskuddet, der med udgangen af 1980'erne vender til et jævnt voksen-

61. Denne del af modellen adskiller sig hermed noget fra beregningsmodellens øvrige sammenhænge, der svarer til de historisk konstaterede. Det samlede modelsystem kan derfor bedst betegnes som et konsistent beregnings- og simulationssystem, der afspejler en aktuel vurdering af det økonomiske systems funktionsmåde.
62. En mere detaljeret redegørelse for antagelserne bag og resultaterne af de to fremregninger findes i bilag 1 i redegørelsens del II.
63. Med en prisstigningstakt på dansk eksport på omkring 2.5 pct. p.a. i fremskrivningsperioden er der dog tale om en relativ høj realforrentning af udlandsgælden, omend den er lavere end i de seneste år, jfr. i øvrigt figur 1.1 i bilag 1.

Tabel VI.2. Forskelle i forudsætninger bag de to fremskrivninger 1985-95 samt faktisk udvikling 1974-84

	Historiske periode	"Overskudsforløb"		"Underskudsforløb"	
	1974-84	1985-90	1991-95	1985-90	1991-95
		Gns. årlig ændring, pct.			
Produktion i udlandet ¹⁾	2.1	2.5	2.5	1.6	2.5
Importpriser på energi	27.0	1.0	2.8	4.8	2.8
Øvrige råvarer	9.9	2.5	2.8	4.7	2.8
Udenlandsk rentesats ²⁾	10.5	Gns. niveau, pct.			
Dansk obligationsrentesats	16.6	8.5	7.0	10.1	7.6
		9.2	7.5	11.1	8.4

Anm.: 1) For 1974-84 er tallet den gennemsnitlige årlige vækst i bruttonationalproduktet for OECD som helhed. Det tilsvarende tal for OECD-Europa er 1.8 pct.

2) De udenlandske renter er for 1974-84 sammenvejlet med OECD's konkurrentvægte.

*offentligt
budgetoverskud*

de overskud. Ledigheden stabiliseres på et niveau omkring 10 pct. af arbejdsstyrken, hvilket i 1995 svarer til ca. 290.000 personer. Det offentliges budgetunderskud vendes i slutningen af 1980'erne til et overskud, der i 1995 er i nærheden af, hvad det var umiddelbart før forringelsen af de offentlige finanser i 1974/75.

*...og et mar-
kant rentefald*

Forløbet - herunder den gunstige betalingsbalanceudvikling - indebærer et markant fald i det indenlandske renteniveau frem til 1990. Dette gælder både det absolutte niveau for renten og renteforskellen i forhold til omverden (jfr. figur VI.4). Årsagerne til denne udvikling må for en stor dels vedkommende søges i faktorer, som er uden for direkte kontrol af de danske pengepolitiske myndigheder. Dette gælder forhold som det antagne internationale rentefald, udviklingen i valutakursforventningerne i forbindelse med antagelsen om fortsat dansk medlemskab af EMS, hvis karakter af et fastkurs-system forventes uddybet, samt den øgede internationale integration på penge- og kapitalmarkederne.

Udover disse forhold kan realiseringen af den antagne renteudvikling imidlertid også forventes at kræve en indsats af de indenlandske penge- og statsgældspolitiske instrumenter, ligesom forløbet beror på en fastholdelse af konkurrenceevnen efter en svag forbedring i perioden 1985-86. I afsnit VI.3 diskuteres faktorerne bag udviklingen i renteniveauet i overskudsforløbet nærmere.

8. Fremskrivningen resulterer i en gennemsnitlig vækstrate i bruttonationalproduktet på 2.5 pct. p.a., hvilket er væsentligt højere end gennemsnittet for tiåret 1974-84, men alligevel ikke tilstrækkeligt til at få nedbragt ledigheden. Årsagen hertil er bl.a., at produktionsvæksten i højere grad, end det var tilfældet i det forløbne tiår, finder sted inden for den private sektor, som er mindre arbejdskraftintensiv end den offentlige sektor.

*Spillerum for
finanspolitisk
lempelse til
reduktion af
arbejdsløs-*

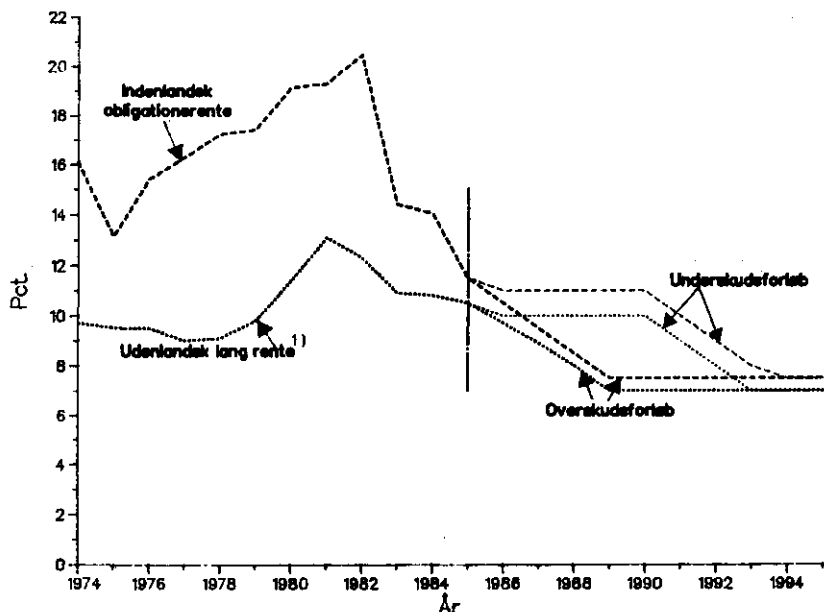
En sådan ledighedsudvikling skal dog ses i lyset af, at betalingsbalanceudviklingen er så positiv, at der hermed er skabt plads for økonomisk-politiske indgreb til reduktion af ledigheden, selvom disse vil reducere betalingsbalanceoverskudet. Mulighederne herfor afhænger dog af, hvorvidt - og i

Tabel VI. 3: Centrale resultater af de to fremskrivninger 1985-95 samt faktisk udvikling 1974-84

	Historiske periode		"Overskudsforløb"		"Underskudsforløb"	
	1974-84	1985-95	1985-95	1985-95	1985-95	1985-95
Ændring i beskæftigelsen i private sektor, 1000 pers., fuldtid	-182	89		25		
Ændring i beskæftigelsen i den offentlige sektor, 1000 pers., fuldtid	208	82		82		
Ændring i beskæftigelsen, 1000 pers., fuldtid, i alt	26	171		107		
Akkumuleret arbejdsløshed, 1000 mandår	2017	2986		3523		
Akkumuleret offentlig budgetsaldo, mia.kr., årets priser	-186	67		-216		
Akkumuleret betalingsbalancesaldo, mia.kr., årets priser	-129	65		-165		
Arbejdsløshed, pct. af arbejdsstyrken (fuldtidsbasis)	2.5	10.5	10.5	13.1	12.8	
Offentlig budgetsaldo, pct. af bruttofaktoringkomst	3.6	-6.3	1.5	-4.2	-1.1	
Betalingsbalancesaldo, pct. af bruttofaktoringkomst	-3.4	-3.6	1.5	-1.6	-2.1	
Udlandsgæld						
- i pct. af bruttofaktoringkomst	14.0	45.2	32.6	39.6	41.5	
- i pct. af eksport	37.7	102.0	70.0	91.4	89.5	

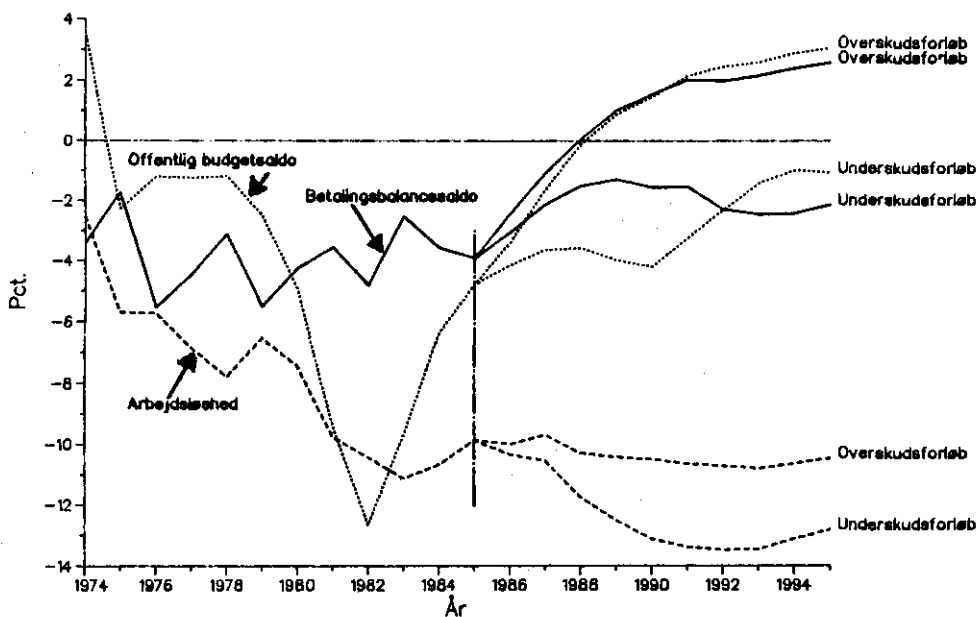
Anm.: I bilag 1 i redegørelsens del II er anført mere detaljerede beregningsresultater.

Figur VI.4 Indenlandsk og udenlandsk renteudvikling 1974-84 og i de to fremskrivinger 1985-95.



Anm. 1) For 1974-84 sammenvejet med andele i dansk eksport.

Figur VI.5: Arbejdsløshed, betalingsbalance og offentlig budgetsaldo, Faktisk udvikling 1974-84 og i de to fremskrivinger 1985-95.



---- Arbejdsløshed målt negativt i procent af arbejdsstyrken.
 ———— Betalingsbalancesaldo i procent af BFI.
 Offentlig budgetsaldo i procent af BFI.

heden

givet fald hvor hurtigt - udlandsgælden ønskes nedbragt. Målt i forhold til bruttofaktoriindkomsten er den i 1995 reduceret til en tredjedel af niveauet i 1984; men den er stadig relativt større end i 1974.

9. Størrelsen af spillerummet for nedbringelse af ledigheden ved hjælp af finanspolitiske instrumenter i overskudsforløbet afhænger afgørende af beregningsforløbets udenrigsøkonomiske antagelser. Selv små ændringer i de udenrigsøkonomiske forhold kan resultere i ganske betydelige forskydninger i dansk økonomis balanceproblemer og dermed i spillerummet såvel for den økonomiske politik under et som for de enkelte økonomisk-politiske instrumenters anvendelighed.

Ugunstige udenrigsøkonomiske antagelser kombineret med...

Til illustration heraf er der opstillet et alternativt grundforløb ("underskudsforløbet") baseret på et sæt "ugunstige" antagelser, der repræsenterer et internationalt økonomisk forløb for resten af 1980'erne, der sammenlignet med overskudsforløbet kendetegnes ved a) langsommere økonomisk vækst, b) højere international rente og c) en lidt kraftigere stigning i råvarepriserne. For perioden 1991-95 er antaget en tilbagevendende til de i overskudsforløbet antagne vækstrater, prisstigningstakter og renteutvikling, jfr. tabel VI.3.

Konkret antages, at den gennemsnitlige udlandsvækst i årene 1986-90 er 1.5 pct. p.a. (i stedet for 2.5 pct.), at den gennemsnitlige rentesats på udlandsgælden er 10 pct. for hvert af årene 1986-90 (i stedet for gradvist at falde til 7 pct.), og at priserne på importerede råvarer samt energi (herunder også prisen på indenlandsk produceret energi) stiger med 5 pct. p.a. i årene 1986-90 (i stedet for gennemsnitlige årlige prisstigninger på under 2.5 pct.).

...reallønsstivhed

Af stor betydning for, hvorledes en sådan recession vil påvirke Danmark, er, i hvilken grad og hvor hurtigt aflønningen af de indenlandske produktionsfaktorer tilpasser sig bytteforholdstabt fra de højere priser på råvareimporten. Som beregningsmæssig forudsætning er antaget, at realværdien af lønsatser i den private og offentlige sektor samt satserne for de offentlige overførselsindkomster (dagpenge, pensio-

ner m.v.) fastholdes på samme niveau ("reallønsstivhed") som i overskudsforløbet.

Ved en stigning i priserne på importerede råvarer indebærer uændret realløn en kraftigere nominal lønudvikling, således at Danmark får en konkurrenceevneforringelse over for vore udenlandske konkurrenter oven i virkningen fra den lavere vækst på eksportmarkederne.⁶⁴⁾

10. Resultatet af den økonomiske fremskrivning til 1995 med de her anførte ugunstige antagelser fremgår af tabel VI.3 samt figur VI.5.

..giver voksende ledighed og fortsatte underskud på betalingsbalance og offentligt budget

Betalingsbalancesaldoen forbliver negativ i hele perioden (mellem 1.5 og 2.5 pct. af bruttofaktorindkomsten), ledigheden vokser kraftigt og er i gennemsnit 60.000 personer højere end i overskudsforløbet, og forbedringen af den offentlige budgetsaldo reduceres mærkbart, således at den i 1995 stadig udviser et underskud på godt 1 pct. af bruttofaktorindkomsten.

Udskydelsen af det internationale rentefald til 1990'erne fjerner en vigtig faktor bag det indenlandske rentefald i overskudsforløbet. Den ugunstige betalingsbalanceudvikling gør det desuden vanskeligere at reducere rentespændet, ikke mindst fordi et så langvarigt underskud ikke kan undgå at påvirke valutakursforventningerne. Det er baggrunden for, at såvel det indenlandske renteniveau som rentespændet er højere i dette forløb end i overskudsforløbet.

På trods af, at forskellen på beregningsforudsætningerne i de to forløb hver for sig repræsenterer små forskydninger, som alle ligger inden for den usikkerhed, der er forbundet med økonomiske fremskrivninger over så lang en periode, er konsekvenserne for de to fremskrivningers balanceproble-

64. Den antagne reaktion på bytteforholdsforringelsen minder således om forløbet efter energiprisstigningerne i 1973/74, hvor en lignende reaktion førte til en markant forværring af dansk økonomis balanceproblemer, jfr. Dansk Økonomi, December 1983. Kombinationen af råvareprisstigninger og indenlandsk reallønsstivhed svarer i øvrigt nogenlunde til implikationerne af, at reallønnen i Danmark udvikler sig kraftigere end antaget i overskudsforløbet for i øvrigt uændrede importpriser.

mer som nævnt betydelige. For udlandsgælden er forskellen i størrelsesordenen 230 mia. kr. og for den offentlige sektors gæld løber forskellen i de to forløb op i over 280 mia. kr. Samtidig er ledigheden i underskudsforløbet markant højere end i overskudsforløbet, hvor den i forvejen ikke i noget år ligger under niveauet i 1985.

Begrænsede muligheder for finanspolitikken...

...og urealistiske krav til lønpolitikken

11. De økonomisk-politiske muligheder for samtidig at få nedbragt ledighed og betalingsbalanceunderskud kan i en situation som den her beskrevne synes forsvindende små. Det gælder naturligvis især, hvis arbejdsmarkedet kendetegnes ved fuldstændig mangel på reallønsfleksibilitet. Som det imidlertid fremgår af bilag 1 i redegørelsens del II, vil en arbejdsmarkedsreaktion kendetegnet ved uændret nominel lønudvikling i forhold til overskudsforløbet ikke være tilstrækkeligt til at sikre en beskæftigelses- og betalingsbalanceudvikling som i overskudsforløbet. Hvis det skal realiseres i en situation med lavere udlandsvækst og deraf følgende vanskeligere betingelser på vore eksportmarkeder, kræver det en så kraftig forbedring af lønkonkurrenceevnen, at det må anses for tvivlsomt, om den kan opnås alene ved hjælp af indkomstpolitiske midler.

Selv i en situation, hvor den importerede merinflation fra større råvareprisstigninger ikke overvælttes i de indenlandske lønstigningstakter, sætter betalingsbalanceudviklingen klare grænser for anvendelsen af finanspolitikken til nedbringelse af ledigheden.

Mulighederne for en økonomisk-politisk indsats i en situation, der minder om det beskrevne "underskudsforløb" (eller blot dele heraf), vil således helt afhænge af, hvilke andre økonomisk-politiske instrumenter, der står til rådighed. I afsnit VI.5 diskuteres en række pengepolitiske instrumenters effekt i en sådan situation nærmere.

VI.3 Nærmere om renteutviklingen i overskudsforløbet

12. Som det fremgår af afsnit VI.2, er der i overskudsforløbet tale om et ganske markant fald i det indenlandske renteniveau frem til 1990: Obligationsrenten antages at falde fra 11.5 pct. i 1985 til 7.5 pct. i 1990. Med udgangspunkt i nogle regnestykker med den omtalte beregningsmodel præsenteres nedenfor nogle af de væsentligste faktorer bag udviklingen i det generelle renteniveau i det pågældende forløb.

Faktorer bag rentefaldet

De forhold, som tages op til en forsøgsvis kvantificering, er påvirkningerne af det indenlandske renteniveau fra:

- udlandsrenten
- pengemarkedsrenten
- statsgældspolitikken

Også andre forhold må antages at øve indflydelse på renteutviklingen, men det er her valgt at begrænse diskussionen til de tre nævnte forhold. Påvirkningen af renteniveauet undersøges ved for hvert forhold at gennemføre en isoleret beregning for perioden 1986-90, hvor henholdsvis udlandsrente, pengemarkedsrente og statsgældspolitik virker mindre befordrende på et fald i det indenlandske renteniveau end i overskudsforløbet (mens alle øvrige antagelser er uændrede), og sammenligne resultatet heraf med overskudsforløbet.

De foretagne beregninger

13. Konkret er antagelserne bag overskudsforløbet ændret på de tre følgende punkter:

- 1) Den udenlandske rente er 1 procentpoint højere i perioden 1986-90 end i overskudsforløbet (11 pct. i 1986 i stedet for 10 pct. og 8 pct. i 1990 i stedet for 7 pct.).
- 2) Pengemarkedsrenten er 1 procentpoint højere i perioden 1986-90 end i overskudsforløbet (8 pct. i 1986 i stedet for 7 pct. og 5 pct. i 1990 i stedet for 4 pct.).
- 3) Statens obligationsudbud øges svarende til en forøgelse

af statens obligationsgæld på 5 pct. i forhold til overskudsforløbet i hvert af årene 1986-90. Herved påvirker staten altså den private sektors likviditet negativt i forhold til grundforløbet ("pengepolitikken strammes").

Beregningerne er gennemført under antagelse af, at reallønnen og de reale transfereringssatser er upåvirket af renteændringerne og de heraf afledte prisændringer. Resultaterne af beregningerne fremgår af tabel VI.4 og figur VI.6.

Effekten af en højere international rente

14. Den første søjle i tabellen angiver, hvorledes den indenlandske økonomi påvirkes i en situation, hvor faldet i det internationale renteniveau er mindre udtalt end i overskudsforløbet, og den udenlandske rente derfor er 1 procent point højere i perioden 1986-90.

Obligationsrenten stiger...

Det fremgår, at en forøget udenlandsk rente også indebærer en stigning i det danske renteniveau - i tabellen eksemplificeret ved obligationsrenten og pengeinstitutternes udlånsrente. Baggrunden for stigningen i det indenlandske renteniveau fremgår af de næste linier i tabellen. I et forsøg på at undgå de nu dyrere udenlandske lån omlægges den private sektors portefølje, således at mellemværendet med pengeinstitutterne forringes (indskuddene nedbringes og lånene i pengeinstitutterne forøges). Dette må bl.a. ses i sammenhæng med den lidt svagere stigning i pengeinstitutternes rentesatser, som skyldes, at disse antages at have en relativt stærk binding til pengemarkedsrenten, som er antaget uændret. Forringelsen af den ikke-finansielle sektors mellemværende med pengeinstitutterne presser disse til at skaffe likviditet gennem afhændelse af obligationer og gennem øget låneoptagelse i nationalbanken. Pengeinstitutternes salg af obligationer lægger et opadgående pres på obligationsrenten, som udløser - men samtidig også modvirkes af - en øget nettoefterspørgsel fra den private ikke-finansielle sektor.

...grundet porteføljeomlægninger

Det skal bemærkes, at andre antagelser omkring pengeinstitutternes rentefastsættelse end de her anvendte vil kunne påvirke disse resultater, omend de ikke ændrer substansen i dem. Antages pengeinstitutternes rentesatser i højere grad at følge de markedsbestemte satser i udlandet og på

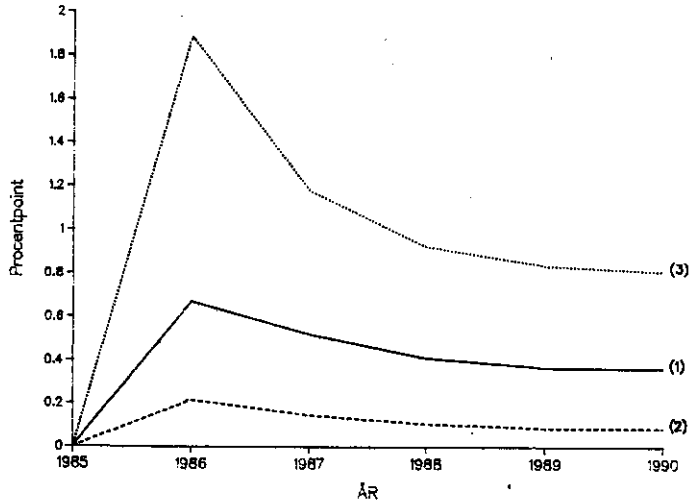
Table VI.4: Effekter af mindre gunstige antagelser vedr. nogle rentapåvirkende faktorer 1986-90. Umdræt realisn. Forskel

Til overskudsforløbet

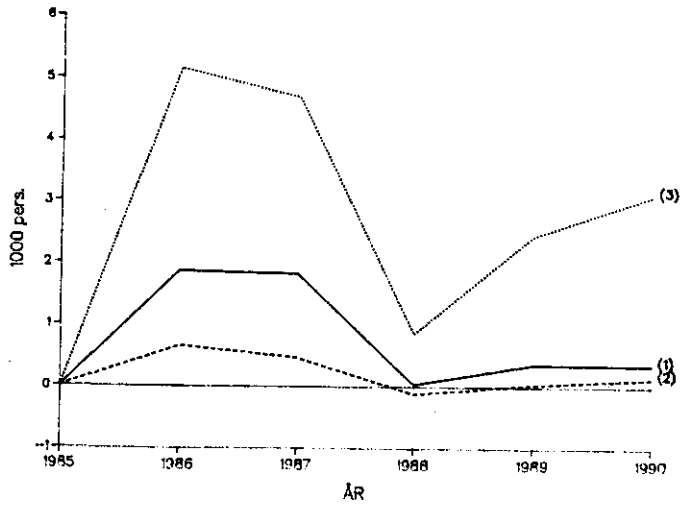
	Niveau i overskudsforløb	Udenlandsk rente i pct.point højere 1986-90		Pengemarkedsrenten 1 pct.point højere 1986-90	Statens obligationsgæld øget 5 pct i alle år 1986-90
		Normal rentefølsomhed	Høj rentefølsomhed	Normal rentefølsomhed	
	— procent —	(1)	(2)	(3)	(4)
Obligationsrente, 1990	7.5	.36	.59	.09	.81
Banklånerente, 1990	6.8	.21	.34	.50	.39
Andel af private ikke-finansielle sektors balance for (1990):					
Udvalgte aktiver					
Primer pengemængde	3.7	.10	.12	.15	.17
Indlån i pengeinstitutter	42.7	-.03	.08	.22	-.25
Obligationsbeholdning	49.7	-.07	-.21	-.35	.12
Udvalgte passiver					
Lån i pengeinstitutter	27.1	.49	.91	-.60	-.46
Obligationsgæld	53.5	-.24	-.47	-.13	-1.68
Lån i udlandet	10.5	-1.09	-1.64	.40	.53
Finansiell nettoformue	3.8	.82	1.19	.34	1.66
Årligt gennemsnit 1986-90	- Mia. kr., 1980-priser -			- procent -	
Privat forbrug	238	-.1	-.1	-.1	.1
Boligbyggeri	21	-2.2	-3.3	-.5	+4.6
Private erhvervsinvest.	48	-1.3	-1.6	-.7	-1.9
Eksport	173	0	0	-.1	-.2
Import	151	-.3	-.4	-.2	-.5
Bruttonationalprodukt	447	-.2	-.2	-.1	-.3
Årlig gns. vækstrate 1986-90 for	- procent -			- procentpoint -	
Tidseffektivitet, byerhverv	2.9	-.04	-.04	-.03	.01
Bytteforhold	-.4	-.00	-.00	.03	.05
Forbrugerprisindeks	2.6	.09	.11	.05	.09
Disp. realisnindkomst, fuld-tidæsk. lønmodtager	0.6	-.02	-.02	-.01	-.03
Akkumuleret størrelse 1986-90	-			- absolut ændring -	
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	92	-2.7	-3.5	-1.5	-3.9
Arbejdsløshed, 1000 mandår	1317	4.5	6.2	1.2	16.2
Opøparingsoverskud i privat sektor, mia.kr.	11	7.9	10.8	3.3	15.7
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	-13	-17.3	-19.3	-.5	-9.3
Betalingsbalancesaldo, mia.kr.	-3	-9.9	-8.5	2.7	6.4
Udlandsgæld, 1990, mia.kr.	218	9.8	8.4	-2.7	-6.2
heraf offentlig	124	19.9	23.6	-6.7	-12.1
heraf privat	94	-10.1	-15.2	4.0	5.9

Figur VI.6 : Effekt på rente, ledighed, betalingsbalance og offentlig budgetsaldo af højere udlandsrente (1), højere pengemarkedsrente (2) og øget statslig obligationsgald (3) 1986-90. Ændring i forhold til overskudsforløb.

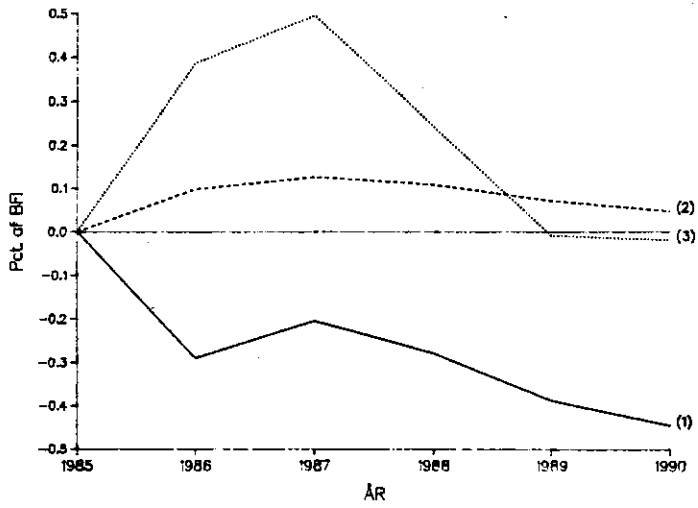
Ændring i obligationsrente.



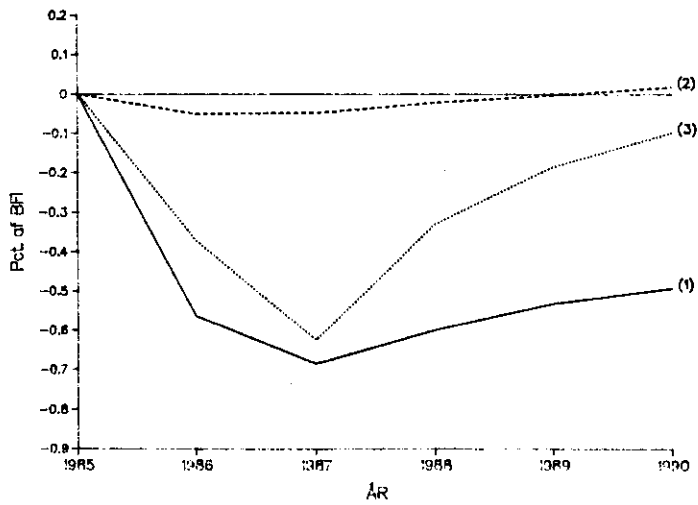
Ændring i ledighed.



Ændring i betalingsbalancesaldo.



Ændring i offentlig budgetsaldo.



obligationsmarkedet, vil den private sektor i ringere omfang ændre sin nettostilling i forhold til pengeinstitutterne; men samtidig vil den reducere sin nettoefterspørgsel efter obligationer, hvorfor påvirkningen af obligationsrenten ikke kan forventes ændret væsentligt.

Investeringerne reduceres og...

15. Som det fremgår af tabellen, betyder renteforhøjelsen en reduktion af erhvervsinvesteringerne og boliginvesteringerne. Derimod antages konkurrenceevnen og dermed eksporten at være upåvirket af det ændrede rentespænd mellem ind- og udland. Dette antages nemlig afbalanceret af den forøgelse af lønstigningstakten, som ved antagelsen om uændret realløn følger af rentestigningens effekter på prisniveauet. Det lidt lavere forbrug skyldes dels den lavere produktion og dels forøgelsen af den private sektors rentebetaling til udlandet, der kun delvist opvejes af forøgede renteindtægter fra den offentlige sektor. Samtidig betyder den lidt højere inflationstakt en svag forøgelse af skattetrykket, idet intervalgrænserne i statsskatteskalaen antages at være uændret i forhold til overskudsforløbet.

...betalingsbalance og den offentlige saldo forringes

Målt på sektorernes finansielle balancer bliver effekterne en forøgelse af den finansielle nettoformue for både udlandet og den private sektor, hvorimod den offentlige sektors finansielle nettoformue reduceres. Effekten på udlandets nettostilling, altså forøgelsen i den danske udlandsgæld, er en følge af de større rentebetaling på udlandsgælden, som kun i begrænset omfang modvirkes gennem den af den indenlandske aktivitetsafdæmpning affødte forbedring af vare- og tjenestebalancen.

Forbedringen af den private sektors finansielle nettostilling, som sker på trods af de forøgede nettorentebetaling fra sektoren, skyldes tilbageslaget i de private investeringer. Den forbedrede finansielle nettostilling betyder, at sektoren i øget omfang efterspørger finansielle aktiver og i ringere omfang udbyder passiver. For obligationsmarkedet betyder denne effekt altså, at en rentestigning til dels modvirkes af de formueforskydninger mellem sektorerne, som den giver anledning til.

Udlandsrenten

Tabellen peger på den udenlandske renteutvikling som en

er en væsentlig faktor bag rentefaldet...

...især ved høj kapitalmobilitet

væsentlig forklaringsfaktor bag det danske rentefald i perioden frem til 1990. Styrken i denne sammenhæng varierer imidlertid med antagelserne om rentefølsomheden i den private sektors formuedispositioner. Dette fremgår af tabelens anden søjle, som kun adskiller sig fra den første, ved at der er antaget en højere rentefølsomhed i den private ikke-finansielle sektors valg mellem inden- og udenlandske lån.⁶⁵ Med en sådan højere rentefølsomhed - som kan være et resultat af en mere fremskreden integration af de indenog udenlandske finansielle markeder end i dag - får bevægelser i det udenlandske renteniveau kraftigere gennemslag på den indenlandske økonomi. Mekanismerne, hvorigennem dette gennemslag sker, er imidlertid de samme som beskrevet ovenfor.

I det omfang endnu bestående devaluering forventninger til den danske krone reduceres gennem den betragtede periode, vil dette påvirke valget mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning parallelt til effekten af en reduktion i den udenlandske rente jfr. note 56. Afsvækkede devaluering forventninger til kronen i forhold til de øvrige EMS-valutaer må betragtes som en overordentlig sandsynlig udvikling i et forløb med stabil faktisk kursudvikling samt en gunstig udvikling i betalingsforholdet overfor udlandet, og en del af det indenlandske rentefald kan således henføres hertil.

Effekterne af en lavere pengemarkedsrente

16. I det omfang rentefaldet ikke baserer sig på ændringer i udlandsrenten og på afsvækkede devaluering forventninger, vil bl.a. ændringer i penge- og statsgældspolitikken påkalde sig interesse. I det betragtede forløb antages diskontoen (som mål for pengemarkedsrenten) at falde fra 7 pct. i 1985 til 4 pct. i 1990. Dette yder naturligvis et bidrag til det indenlandske rentefald. Den tredje søjle i tabel VI.4 viser effekterne af en mindre markant ændring af pengemarkedsrenten. Konkret er der regnet på et forløb, hvor diskontoen i alle årene 1986-90 er hævet med 1 procent point i forhold til overskudsforløbet. I modsætning til det foregående eksem-

65. Hvor der i den første søjle er regnet med, at en udenlandsk rentestigning på 1 pct. point i indeværende år ud fra rene formuesammensætningsmotive vil reducere den private ikke-finansielle sektors udlandsgæld med knap 10 mia. kr., vil en tilsvarende rentestigning i den anden søjle medføre en reduktion af den private udlandsgæld på knap 20 mia. kr. Der er altså her tale om en ganske betydelig rentefølsomhed.

pel, hvor både udenlandske og indenlandske renter samt indenlandske lønninger ændredes, er der her kun regnet med effekter på de indenlandske renter og lønninger (reallønnen antages som før uændret). Omkostningskonkurrenceevnen kan derfor ikke længere betragtes som upåvirket af løn- og renteudvikling.

*Begrænset
effekt på
obligations-
renten*

17. Den kraftige omlægning af mellemværendet mellem den private sektor og pengeinstitutterne er i begge tilfælde især en reaktion på stigningen i pengeinstitutternes rentesatser, der som nævnt antages delvist at følge pengemarkedsrenten. Den private ikke-finansielle sektor dækker i stedet sit kreditbehov gennem en forøgelse af udlandslåntagningen og et øget nettoudbud af obligationer. Dette har en forholdsvis begrænset effekt på obligationsrenten, bl.a. fordi pengeinstitutterne anbringer en del af den overskudslikviditet, som er en følge af udlånsfaldet, i obligationer.⁶⁶⁾

Rentestigningen, der især er udtalt for de rentesatser, som indgår ved finansieringen af driftsmiddelinvesteringer, betyder et tilbageslag for erhvervsinvesteringerne. Eksporten hæmmes af den dårligere konkurrenceevne, som dels skyldes rentestigningen, dels forøgelse af de nominelle lønninger, der skal til for at holde reallønnen uændret, når priserne forøges p.g.a. rentestigningen.

*Lille effekt
på beskæftig-
elsen...*

Den meget begrænsede effekt på arbejdsløsheden gennem perioden skyldes bl.a. udviklingen i rentestrukturen. Produktionstabt bliver ret begrænset, idet obligationsrenten kun påvirkes lidt. Samtidig reduceres produktiviteten af forskydningen i forholdet mellem omkostningerne ved anvendelse af kapital og arbejdskraft. Da kapitalomkostningerne antages at være påvirket af lånerenten i pengeinstitutterne i højere grad end af obligationsrenten, bliver produktivetsfaldet forholdsvis kraftigt, idet lånerenten, som det fremgår af tabellen, reagerer relativt kraftigt. Herved fås også et relativt kraftigt fald i de importtunge maskininvesteringer, hvil-

*...grundet fald
i produktivite-
ten*

66. Ved højere rentefølsomhed i den private sektors udlandslåntagning, ville effekten på obligationsrenten blive yderligere reduceret. Dette ville dels være en følge af, at pengeinstitutternes overskudslikviditet ville stige stærkere, og dels at den private sektor i højere grad ville erstatte banklån med udlandslån end med nettoobligationsudbud, jfr. i øvrigt bilag 6 i redegørelsens del II.

ket er en væsentlig del af forklaringen på den positive betalingsbalancevirkning.

Sammenfattende kan det siges, at med en mindre sænkning af pengemarkedsrenten end den i overskudsforløbet indeholdte ville også faldet i de øvrige rentesatser være mindre.

Effekterne af en strammere statsgælds-politik

18. Renteudviklingen i overskudsforløbet er naturligvis også påvirket af den førte statsgældspolitik. Som andel af bruttofaktoriindkomsten er statens netto-obligationsgæld stort set på samme niveau i 1990 som i 1985 (d.v.s. ca. 1/3). En mere stram politik, som ville forøge netto-obligationsgælden yderligere, ville dermed også betyde et opadgående pres på renteniveauet. Dette er søgt illustreret i den sidste søjle i tabel VI.4 samt i figur VI.6, hvor effekterne af, at statens obligationsgæld forøges med 5 pct. i hvert af årene 1986-1990, fremgår. Den nævnte forøgelse af obligationsgælden svarer til en forøgelse i obligationsudbuddet på ca. 17. mia.kr. Som ved det foregående regnestykke antages reallønnen fastholdt, ligesom rente- og lønændringer antages at påvirke konkurrenceevnen.

19. Det forøgede obligationsudbud medfører en rentestigning, som styrker den private sektors nettoopsparing. Dette skyldes for en dels vedkommende de stigende renteindtægter fra den offentlige sektor og for en dels vedkommende det af rentestigningen fremkaldte fald i investeringsaktiviteten. Den private sektors nettoefterspørgsel efter obligationer stiger både som følge af den øgede nettoopsparing og den øgede fordelagtighed ved obligationsbesiddelse, hvorved renteeffekterne af det øgede salg af statspapirer til en vis grad modvirkes. Da forøgelsen af den private sektors finansielle nettoformue og dermed dens placeringspotentiale stiger gennem perioden, bliver stigningen i obligationsrenten kraftigst i de første år, som det også fremgår af figur VI.6. Herved bliver også investeringstilbageslaget og produktivitetseffekterne mindre udtalte gennem perioden, hvilket er årsagen til profilen i ledighedsudviklingen.

Ved sammenligning af effekterne af en ændret statsgældspolitik med effekterne af en forøgelse af pengemarkedsrenten må det erindres, at denne antages at slå krafti-

gere igennem på pengeinstitutternes rentesatser, der er væsentlige i forbindelse med både prisudvikling, driftsmidelinvesteringer og konkurrenceevne. Bortset fra de effekter, som skyldes den forskellige påvirkning af rentestrukturen, er hovedvirkningerne af de to typer pengepolitiske indgreb imidlertid de samme.

Samlet dekomponering af rentefaldet

20. Beregningsresultaterne giver en antydning af, hvorledes det antagne fald i den danske obligationsrente på 4 procentpoint (fra 11.5 pct. i 1985 til 7.5 pct. i 1990) kan opdeles på bidragene fra de forskellige rentepåvirkende faktorer. Afhængigt af kapitalimportens rentefølsomhed vil faldet i udlandsrenten på 3 procentpoints i sig selv give et indenlandsk rentefald i intervallet 1 - 1 3/4 procentpoints. Nedsættelsen af pengemarkedsrenten vil bidrage med mellem 0 (ved høj rentefølsomhed) og 1/4 procentpoints. Hvis det antages, at de finansielle markeders forventninger til depreciering af kronen i takt med den gunstige betalingsbalanceudvikling gradvist reduceres til nul fra et udgangspunkt i dag på - måske højt sat - forventninger om årlige deprecieringer på 3 pct., vil denne reduktion af devalueringsforventningerne bidrage til rentefaldet med det samme som faldet i udlandsrenten: mellem 1 og 1 3/4 procentpoints. Tilvejebringelsen af det resterende rentefald (på mellem 2 1/4 og 3 1/2 procentpoints) vil - hvis det udelukkende tænkes opnået gennem en ændret statsgældspolitik - forudsætte en lempelse af denne svarende til en reduktion af statens samlede obligationgæld på mellem 3 og 10 pct. i forhold til et forløb, hvor statsgældspolitikken er udformet, så den lader renteniveauet upåvirket.

Det siger sig selv, at denne opdeling af rentefaldet på de faktorer, som kan tænkes at udløse det, er overordentlig usikker. Dels er der usikkerhed knyttet til vurderingen af, hvor meget de forskellige faktorer kan forventes at ændre sig, dels er vurderingen af de effekter, som ændringer i de rentepåvirkende faktorer udløser, også usikker. Beregningerne antyder imidlertid, hvordan nogle væsentlige mekanismer bag renteniveauet virker sammen, og hvilke størrelsesordener, effekterne af disse mekanismer har.

VI.4. Rammerne for en rentenedsættende pengepolitik i underskudsforløbet

21. De to skitserede udviklingsforløb for dansk økonomi indebærer, som det fremgår af omtalen i det ovenstående, en ganske forskellig renteutvikling. I overskudsforløbet fås et forholdsvis hurtigt og jævnt rentefald, således at obligationsrenten er nede på 7.5 pct. i 1990, hvor den antages at forblive frem til slutåret for beregningerne. I underskudsforløbet forbliver renteniveauet imidlertid på sit nuværende niveau frem til udgangen af årtiet for først derefter at indlede et fald mod det samme langsigtede niveau som i det første forløb.

Indgreb overfor renteutviklingen mest påkrævet i underskudsforløbet

Foranstaltninger med henblik på at opnå en rentenedsættelse af hensyn til beskæftigelse og indkomstfordeling er således mest påkrævet i underskudsforløbet. I den forstand kan dette forløb siges at repræsentere en forlængelse af den udvikling, som har præget dansk økonomi i det sidste tiår, og som også har ført til en omfattende debat omkring mulighederne for gennem en økonomisk-politisk indsats at reducere renteniveauet.

To hovedtyper af indgreb...

Diskussionen af disse muligheder kan naturligt opdeles i to punkter. Dels kan en række indgreb overvejes, som ikke afgørende bryder med principperne omkring en markedsbestemt rente og frie kapitalbevægelser, dels kan det overvejes at foretage mere vidtgående indgreb, som går ud over disse grænser, og hvor bl.a. begrænsninger i den frie kapitalmobilitet og reguleringer på de indenlandske kreditstrømme kan komme på tale. Det må imidlertid understreges, at det er vanskeligt at trække nogen præcis skillelinje mellem indgreb, som hører til den ene eller anden kategori. Det pengepolitiske valg bliver derfor ikke et enten/eller men et spørgsmål om, hvor på en glidende skala man ønsker at placere sig.

...men ingen skarp grænse

I afsnit VI.5 gives gennem nogle regneeksempler en belysning af mulighederne for inden for de nuværende meget liberalt orienterede institutionelle rammer for de finansielle markeder at opnå en reduktion af renteniveauet. Efterfølgende diskuteres mulighederne for gennem mere vidtgåen-

de indgreb også i de institutionelle rammer at opnå en reduktion i renteniveauet.

Uden afgørende ændringer i de formelle institutionelle rammer for kapitalbevægelser og valutakursfastsættelse kommer udviklingen på dette område formodentlig til at følge nogenlunde samme spor, uanset om det bliver det ene eller det andet af de omtalte samfundsøkonomiske forløb (eller et her imellem liggende), som realiseres. På visse punkter vil en udvikling, som ligger tættere mod underskudsforløbet, dog nok betyde nogle ændringer i forhold til omtalen i afsnit VI.4 ovenfor.

Muligvis større autonomi i underskudsforløbet

I et forløb, som for de forskellige lande præges af større uligevægte, vil tilskyndelsen til - eller markedernes fornemmelse af sandsynligheden for - ændringer i centalkurserne indenfor EMS-samarbejdet rimeligvis være forøget. Samtidig vil også kursbevægelserne mellem EMS-området og resten af verden kunne være mere ustabile. Begge forhold vil tendere mod en udvikling, hvor integrationen imellem de nationale finansielle markeder forløber langsommere end antaget i overskudsforløbet. Det forekommer derfor plausibelt, at den pengepolitiske autonomi - forstået som de nationale myndigheders mulighed for gennem markedskonforme indgreb at påvirke rentesatserne - kan være større i det ugunstige forløb end i det gunstige. I det omfang udviklingen bevæger sig i retning af underskudsforløbet, og der kan opleves et øget behov for indgreb mod renteutviklingen, vil mulighederne for en sådan påvirkning muligvis også forbedres.⁶⁷⁾

67. Det kan tænkes, at en situation præget af så store uligevægte som underskudsforløbet vil kunne medføre en større forøgelse af devalueringsforventningerne og dermed også af rentespændet udover, hvad der er indeholdt i underskudsforløbet.

VI.5. Muligheder for og effekter af en rentenedsættelse

Tre eksempler på pengepolitiske initiativer til reduktion af renten

22. I det følgende gennemgås resultaterne af anvendelse af tre forskellige pengepolitiske instrumenter med henblik på en nedbringelse af det indenlandske renteniveau. Det lavere indenlandske renteniveau vil påvirke den private kapitalimport negativt, således at der herigennem opstår et pres på valutareserven. Beregningerne antyder, hvorledes en beskyttelse af valutareserverne kan finde sted gennem enten forøget offentlig udlandslåntagning, subsidiering af privat kapitalimport eller begrænsninger i pengeinstitutternes adgang til at låne ud.

Konkret er der regnet på følgende ændringer i den førte politik:

Lempeligere statsgældspolitik

1) En mere lempelig statsgældspolitik hvor det årlige udbud af statsobligationer i årene 1986-95 er reduceret netop så meget, at obligationsrenten herved reduceres med 1/10 hvert år sammenlignet med renten i underskudsforløbet (så den i 1986-90 er 9.9 pct. i stedet for 11 pct. og i 1995 6.75 pct. i stedet for 7.5 pct.), og hvor staten optager de fornødne udlandslån til at holde valutareserverne uændrede.

Subsidiering af udlandslån

2) En subsidiering af privat udlandslåntagning i 1986-90 svarende til en reduktion af de faktiske låneomkostninger ved udlandslån med 1 procentpoint (lig md 1/10 af udlandsrenten i underskudsforløbet), for dermed at muliggøre et indenlandsk rentefald uden umiddelbare konsekvenser for valutareserverne.

Udlånsloft

3) Indførelse af et loft for den tilladte vækst i pengeinstitutternes udlån på 4 pct. p.a. i perioden 1986-90 (sammenlignet med en udlånsvækst på 6 pct. i underskudsforløbet) for at presse låntagerne til at optage udlandslån og dermed muliggøre en reduktion af rentespændet over for udlandet.

Beregningerne, hvis resultater er angivet i tabel VI.5 og VI.6 samt figur VI.7 og VI.8, er foretaget under den antagelse, at pengemarkedsrenten, der som nævnt især har betydning for udviklingen i pengeinstitutternes rentesatser følger udviklin-

gen i obligationsrenten med en reduktion af udsvingene på 25 pct. (et fald i obligationsrenten på 1 procent point vil således udløse en nedsættelse af pengemarkedsrenten på 0.75 procent point). Alle beregninger, der omtales i det følgende, er gennemført med underskudsforløbet som referenceramme.

Effekterne af en mere ekspansiv statsgældspolitik afhænger af...

23. En mulighed for at opnå en indenlandsk rentenedsættelse kunne være en mere ekspansiv statsgældspolitik, hvor statens obligationsudbud altså reduceres for derved at tvinge renten ned. Presset på valutareserverne fra den reducerede private kapitalimport antages opvejet af forøget offentlig udlandslåntagning, så valutareserverne er uændrede.

...lønreaktionen

Den første søjle i tabel VI.5 og de tilsvarende kurver i figur VI.7 angiver effekterne af en sådan mere ekspansiv statsgældspolitik under antagelse af fastholdt realløn og fastholdte reale transfereringssatser. I den anden søjle er forudsætningen om lønreaktionen ændret, således at den nominelle løn holdes konstant i stedet for at blive reduceret på linie med prisniveauet.

...og forrentningen af udlandsgælden

Endvidere vurderes i tabellens 3. søjle følsomheden i effekterne af rentefaldet overfor ændrede forudsætninger vedrørende udlandsgældens forrentning. Den umiddelbare betalingsbalanceeffekt af en indenlandsk rentereduktion vil være negativ som følge af det forøgede investeringsniveau; først efterhånden slår effekterne af den bedre konkurrence igennem. Med en høj forrentning af udlandsgælden betyder den initiale forværring af betalingsbalancen da en varig belastning af betalingsbalancen gennem forøgede rentebetaling. Konkret er beregningerne ved uændret realløn også foretaget under den antagelse, at variationer i de indenlandske sektorer udlandsgæld i forhold til grundforløbet belastes med 1 procent point lavere rente end den her antagne udlandsrente.⁶⁸⁾

Beskyttelse af

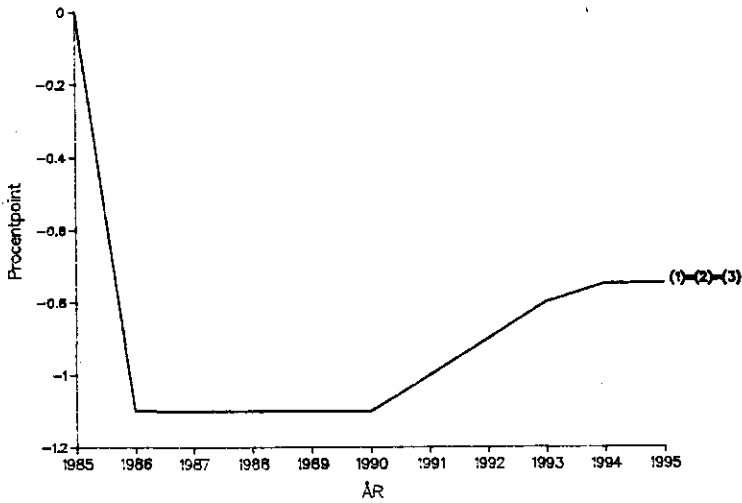
68. I bilag 6 er desuden anført resultaterne af en tilsvarende rentereduktion foretaget i overskudsforløbet.

Tabel VI.5: Effekt af en statsgældspolitik, som reducerer obligationsrenten med 1/10 gennem hele perioden 1986-95

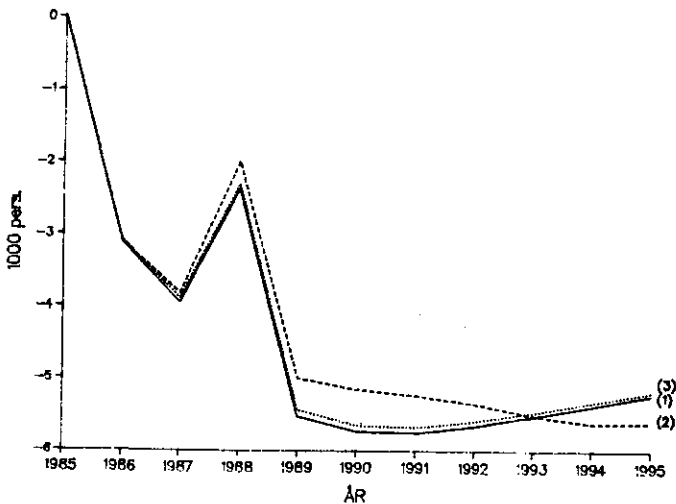
	Niveau i under- skudsforløb	Ændring i forhold til underskudsforløb		
		Fast realløn ændret udlandsrente	Fast nominal løn ændret udlandsrente	Fast realløn lavere udlandsrente
		(1)	(2)	(3)
	- procent -		- procentpoint -	
Obligationsrente, 1990	11.0	-1.10	-1.10	-1.10
Obligationsrente, 1995	7.5	-.75	-.75	-.75
Banklånerente, 1990	10.3	-.91	-.91	-.91
Banklånerente, 1995	6.8	-.61	-.61	-.61
Andel af private ikke-finansielle sektors balance for (1995):				
Udvalgte aktiver				
Primer pengemængde	3.3	-.25	-.24	-.25
Indlån i pengeinstitutter	40.0	.05	.12	.05
Obligationsbeholdning	52.8	.16	.08	.16
Udvalgte passiver				
Lån i pengeinstitutter	25.6	.71	.73	.71
Obligationsgæld	50.1	1.50	1.50	1.49
Lån i udlandet	13.9	-.63	-.59	-.64
Finansiell nettoformue	5.5	-1.62	-1.69	-1.62
Årligt gennemsnit 1986-95				
	Mia. kr., 1980-priser		- procent -	
Privat forbrug	249	-.2	-.1	-.2
Boligbyggeri	21	2.7	2.9	2.6
Private erhvervsinvest.	48	1.9	2.2	1.9
Eksport	178	.4	.3	.4
Import	157	-.4	-.5	-.4
Bruttonationalprodukt	461	.2	.2	.2
Årlig gns. vækstrate 1986-95 for				
	- procent -		- procentpoint -	
Timeproduktivitet, byerhverv	2.9	.01	.02	.01
Bytteforhold	-0.6	-.04	-.02	-.04
Forbrugerprisindeks	3.1	-.07	-.04	-.07
Disp. reallønindkomst, fuld- tidsbesk. lønmodtager	1.1	.02	.04	.02
Akkumuleret størrelse 1986-95				
	-		- absolut ændring -	
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	169	6.8	7.7	6.8
Arbejdsløshed, 1000 mandår	3270	-48.2	-46.4	47.6
Opsæringsoverskud i privat sektor, mia.kr.	45	-20.9	-21.7	-20.8
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	-191	8.3	1.9	9.6
Betalingsbalancesaldo, mia.kr.	-146	-12.6	-19.8	-11.8
Udlandsgæld, 1995, mia.kr.	361	12.5	19.7	11.1
heraf offentlig	192	22.3	28.7	20.9
heraf privat	169	-9.8	-9.1	-9.8
Statslig nettoobligationsgæld, 1990, mia.kr.	314	-21.8	-22.2	-21.7
Statslig nettoobligationsgæld, 1995, mia.kr.	385	-21.2	-22.0	-21.2

Figur VI.7 : Effekt på rente, ledighed, betalingsbalance og offentlig budgetsaldo af en nedsættelse af obligationsrenten med 1/10 1986-90. Ændring i forhold til underskudsforløbet. (1): Ændret realløn; (2): Ændret nominal løn; (3): Ændret realløn + lavere udlandsrente.

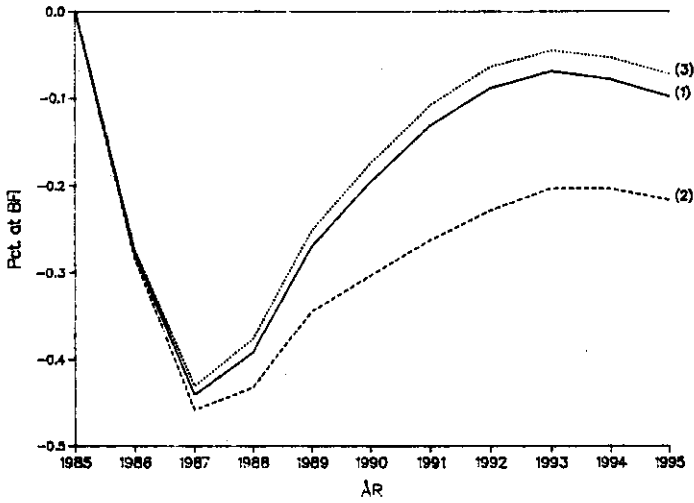
Ændring i obligationsrente.



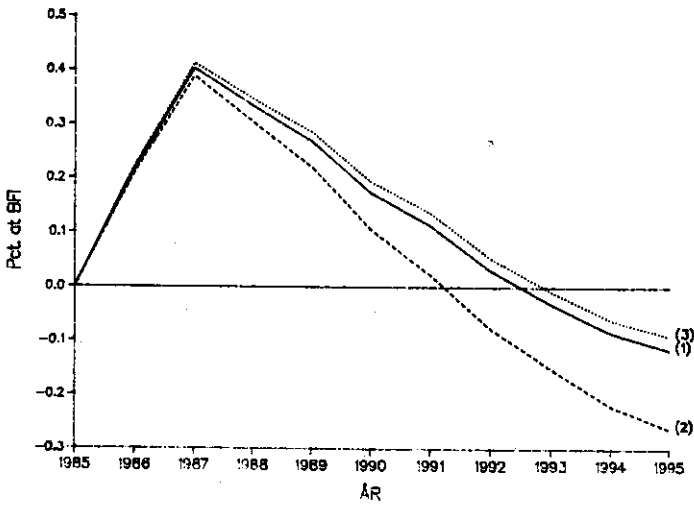
Ændring i ledighed.



Ændring i betalingsbalancesaldo.



Ændring i offentlig budgetsaldo.



*Beskyttelse af
valutareserven
via øget
offentlig
låntagning*

24. Det fremgår af tabel VI.5, at rentenedsættelsen drejer den private ikke-finansielle sektors kreditfremskaffelse over mod indenlandske kilder - nettoobligationsudbud og netto-låntagning i pengeinstitutterne - og bort fra låntagning i udlandet. For at fastholde valutareserven må den offentlige sektor derfor øge sin låntagning i udlandet, som det også fremgår af tabellens fjerdesidste række.

Det lavere renteniveau fører uanset de indlagte antagelser om løn og udlandsrente til en kraftigere udbygning af erhvervenes kapitalapparat. Effekten er stærkest, når den nominelle lønstigningstakt fastholdes uændret i forhold til grundforløbet, dels som følge af at den højere inflationstakt i dette forløb medfører en lavere realrente og dels som følge af en mere positiv udvikling i den indenlandske efterspørgsel, fremkaldt af det højere realindkomstniveau.

Den negative forbrugseffekt skyldes især faldet i den private sektors nettorentindtægter fra det offentlige, som er en følge af dels det lavere renteniveau og dels mindre salg af statsobligationer. Det indkomstbortfald, den private sektor herved lider, bliver kun delvist modvirket gennem lavere private nettorentebetalinger til udlandet.

*Beskæftigelses-
fremgangen er
beskeden...*

I alle tilfælde påvirkes produktivitetsstigningstakten positivt, hvilket hænger sammen med den substitution over mod en mere kapitalintensiv produktion, som er en følge af rentefaldet, og som er en del af forklaringen på den øgede investeringsaktivitet (idet denne også påvirkes positivt af den øgede aktivitet). Den nævnte forskydning i retning af mere kapitalintensiv produktion (substitution af arbejdskraft med den nu billiggjorte realkapital) forklarer også, at beskæftigelsesfremgangen - på omkring 5.000 personer i gennemsnit for perioden - er forholdsvis beskeden. Styrken i denne sammenhæng mellem faktorpriser og intensiteten af faktoranvendelsen i produktionen er en af de afgørende forudsætninger ved vurderingen af et rentefalds konsekvenser. Hvis denne sammenhæng antages at være svag, fører et rentefald kun til en svag stigning i kapitalintensiteten i produktionen, hvorved også investeringseffekterne bliver reduceret. Dette betyder en mindre betalingsbalancebelastning. Samtidig bliver produktivitetseffekterne mindre, hvorved de po-

*...produktiv-
tetsudviklin-
gen er central*

sitive beskæftigelseseffekter forøges. Den i beregningerne antagne styrke i sammenhængen mellem faktorpriser og faktorintensiteter er baseret på empiriske undersøgelser dækkende perioden 1962-81, jfr. i øvrigt bilag 5 i redegørelsens del II.

Den offentlige saldo forbedres

Betragtes sektorbalancerne, fremgår det, at der for perioden som helhed i alle tilfælde bliver tale om en forringelse af betalingsbalancen og af den private sektors opsparingsoverskud og en forbedring af den offentlige sektors balance - dog mest markant, når reallønnen holdes uændret. Lavere nominelle lønninger og transfereringer bevirker et større fald i den offentlige sektors udgifter til forbrug, overførsler og investeringer end i dens skatte- og afgiftsindtægter, fordi de første overstiger de sidste i underskudsforløbet. Hertil kommer naturligvis de positive effekter af den forbedrede konkurrenceevne ved en reduktion i lønstigningstakten. Samtidig betyder den lavere inflationstakt dog, at realforrentningen af statsgælden er højere i eksperimenterne med fastholdt realløn.

I alle tilfælde: Forringet betalingsbalance...

Udviklingen over tiden i balanceproblemerne, som den fremgår af figur VI.7, viser nogle forskelle og ligheder mellem forløbene. Det højere realindkomstniveau i situationen med fastholdt stigningstakt i den nominelle løn fører som nævnt til et mere ekspansivt indenlandsk forløb med øget forbrug og produktion, men også med en øget import. Den øgede import har dels baggrund i den øgede efterspørgsel, men også i den mindre positive effekt på konkurrenceevnen, der er en følge af de fastholdte lønninger, og som samtidig fører til en lidt mindre positiv eksportudvikling. De kombinerede effekt af en ringere eksportudvikling og en stærkere importudvikling fører til en markant ringere betalingsbalanceudvikling i dette forløb i forhold til de øvrige jfr. også figur VI.7. Udløbet af perioden steget en halv gang så meget, som hvis reallønnen blev holdt konstant gennem en lidt langsommere nominel lønudvikling. Måske noget overraskende fører en rentereduktion heller ikke til en betalingsbalanceforbedring på det længere sigt i tilfældene med uændret realløn. Efter den initiale forværring af betalingsbalancen som følge af investeringsopsvinget er der i begge tilfælde med fast realløn tegn på en forbedring af betalingsba-

...dog mest hvis reallønnen stiger

Heller ikke betalingsbalanceforbedring

*på længere
sigt*

lancen, men denne vender igen til en fornyet tendens til forværring. Denne udvikling skyldes bl.a., at eksportfremgangen, som målt i mængder for perioden som helhed er større end importfremgangen, fremkommer ved en reduktion af eksportpriserne. Hertil kommer de effekter, som ændringerne i rentestrømmene har på det private forbrug.

Da renteniveauet er højest i de første år af fremskrivningsperioden, bliver den absolutte rentenedsættelse derfor størst i begyndelsen af beregningsperioden, når den relative rentenedsættelse er den samme gennem alle årene, jfr. figur VI.7. Fraset udviklingen i den offentlige gælds størrelse vil der således være en tendens til, at den private sektors renteindtægter fra den offentlige sektor reduceres kraftigst i beregningsperiodens første år, og at forbrugsafdæmpningen som følge af lavere nettorenteindtægter bliver kraftigst i starten, men mindre udtalt sidenhen.

Rentefaldet medfører en betydelig lettelse i den offentlige sektors indenlandske rentebetalinger, samtidig med at den øgede økonomiske aktivitet reducerer udgifterne til dagpenge og øger indtægterne fra skatter og afgifter. Når forbedringen af den offentlige budgetsaldo gradvist reduceres, skyldes det de mindre indtægter fra realrenteafgiften, der følger af rentefaldet, og de større rentebetalinger til udlandet i forbindelse med den større offentlige udlandsgæld.

*Forrentningen
af udlandsgæl-
den af mindre
betydning*

Forskellen på effekterne som følge af variationer i renten på udlandsgælden synes at være af mindre betydning. Den betalingsbalanceforværring, som sker gennem investeringsopsvinget, er for lille til, at variationer i dens forrentning får nogen større indflydelse på forløbet. De afgørende forudsætninger for effekterne af et rentefald synes altså at være antagelserne omkring den lønreaktion (stive eller fleksible pengelønninger), der ledsager et rentefald.

Det fremgår desuden, at et indenlandsk rentefald, som er fremkaldt ved hjælp af en lempelse af statsgældspolitikken, fordrer, at der samtidig er mulighed for og politisk vilje til at acceptere en forholdvis betydelig omlægning af den samlede udlandslåntagning fra privat til offentligt regi. Som alternativ eller supplement til en mere ekspansiv statsgældspoli-

tik og øget offentlig udlandslåntagning kunne foranstaltninger, som for givet indenlandsk renteniveau og uden ændringer i valutabestemmelserne forøger den private udlandslåntagning, derfor komme ind i billedet. I tabel VI.6 og figur VI.8 er effekterne af to sådanne indgreb anført. Desuden er til sammenligning anført effekterne af en rentenedsættelse fremkaldt ved en mere ekspansiv statsgældspolitik.

Effekterne af subsidiering af den private kapitalimport

25. I den midterste søjle af tabel VI.6 er vist effekterne af en offentlig subsidiering af private virksomheders udlandslåntagning, der isoleret betragtet for disse virker som en reduktion af låneomkostningerne ved udlandslån, og derfor vil tilskynde virksomhederne til at omlægge deres passiver, så udlandslån indtager en større plads end hidtil.

Det subsidium, som ligger bag tabellens resultater, svarer til en nedsættelse af den udenlandske lånerente med 1 procentpoint. I betragtning af den samlede udlandsgælds forholdsvist kortvarige gennemsnitlige løbetid og de lettilgængelige muligheder for omlægning antages det, at der hurtigt udløses subsidier svarende til en subsidiering af hele den private udlandsgæld. Subsidieordningen antages kun at være i kraft i "recessionsårene" 1986-90, hvor der i underskudsforløbet er tale om et forholdsvist højt indenlandsk renteniveau (11 pct.) og et rentespænd på 1 procentpoint (hvor rentespændet i overskudsforløbet er 0.5 procent point).⁶⁹⁾

Øget privat kapitalimport og lavere rente

Reduktionen af låneomkostningerne ved udlandslån udløser i første omgang en omlægning af den private ikke-finansielle sektors passivside væk fra indenlandske fordringer og over mod udlandslån, hvorved der udløses et fald i den indenlandske obligationsrente på omkring 0.6 procent point i perioden frem til 1990. Pengeinstitutternes lånerente reduceres med omkring 0.5 procentpoint.

Forskydningen i den indenlandske rentestruktur medfører også en omlægning af den private ikke-finansielle sektors indenlandske portefølje. På aktivsiden bliver obligationsbesid-

69. Da beregningerne vedrører en subsidiering af den private nettolåntagning i udlandet, er der således egentlig tale om en kombineret subsidiering af kapitalimport og beskatning af kapitaleksport; sidstnævnte er bl.a. kendt fra Italien, jfr. kapitel III.

delse relativt mere attraktiv, hvorfor en del af sektorens indskud i pengeinstitutterne omlægges hertil, og på passivside byttes lån i pengeinstitutterne ud med obligationslån.

Dårligere betalingsbalance

Rentefaldets virkninger på de reale variable svarer i hovedsagen til de ovenfor beskrevne effekter af en rentenedsættelse gennem en mere lempelig statsgældspolitik. Boligbyggeri og erhvervsinvesteringer stimuleres direkte af rentefaldet og også indirekte gennem den stigning i aktiviteten, der fremkommer bl.a. på grund af den mere eksport, som kommer i stand gennem den forbedrede konkurrenceevne. Fremgangen i eksportmængden "betales" imidlertid med lavere eksportpriser (bytteforholdet forringes), således at eksportfremgangen ikke er tilstrækkelig til at give overskud på vare- og tjenestebalancen, som belastes af den importstigning, der udløses af investeringsopsvinget.

Den offentlige saldo upåvirket

Af særlig interesse er effekterne på den offentlige budgetsaldo. Subsidieordningen medfører en årlig merudgift i størrelsesordenen 1.0 mia.kr. i gennemsnit for årene 1986-90. Når den samlede saldo alligevel for perioden som helhed er nærmest uforandret, skyldes det, dels at de automatiske budgetreaktioner fra den større aktivitet virker underskudsreducerende, dels at faldet i obligationsrenten mindsker de offentlige nettorentebetalinger.

Effekten af et udlånsloft

26. I tabel VI.6's sidste søjle samt figur VI.8 vises effekterne af at indføre et loft over pengeinstitutternes udlån. Hensigten med en sådan ordning, som jfr. kapitel II har været et tidligere meget anvendt pengepolitisk instrument, er at udelukke private låntagere fra de indenlandske kreditmarkeder for derved at presse låntagerne til at optage udlånslån, også selvom rentedifferencen mellem de inden- og udenlandske markeder er for lille, til at disse låntagere af sig selv ville have søgt mod de udenlandske lånemarkeder. Samtidig vil pengeinstitutterne i vidt omfang være nødt til at placere deres ikke-udlånte midler i indenlandske obligationer og herved udøve et nedadgående pres på renten.

Hvor går låntagerne hen?

Det er naturligvis vanskeligt at give et nøjagtigt skøn over, hvad der sker med den ikke-tilfredsstillede låneefterspørgsel. En del bliver som tilsigtet tilfredsstillet gennem øget ud-

Tabel VI.6: Effekter af pengepolitiske indgreb, som reducerer det indenlandske renteniveau i perioden 1986-90

Niveau i under- skudsforløb	Ændring i forhold til underskudsforløb		
	Ekspansiv stats- gældspolitik. Øget statslig udlandslåntagning a)	Subsidiaring af privat udlandslåntagning b)	Loft over penge- institutternes udlånsvækt ^{c)}
- procent -	(1)	(2)	(3)
Obligationsrente, 1990	11.0	-1.10	-0.33
Banklånrente, 1990	10.3	-0.91	-0.25
Andel af private ikke-finansielle sektors balance for (1990):			
Udvalgte aktiver			
Priser pengemængde	3.5	-0.24	0.02
Udlån i pengeinstitutter	39.1	0.19	-0.18
Obligationsbeholdning	53.6	0.00	0.08
Udvalgte passiver			
Lån i pengeinstitutter	25.0	0.99	-1.57
Obligationsgæld	49.1	1.70	1.30
Lån i udlandet	12.5	-1.04	0.38
Finansiell nettoformue	8.3	-1.71	-0.22
Årligt gennemsnit 1986-90	Mia. kr., 1980-priser		- procent -
Privat forbrug	234	-0	-0
Boligbyggeri	19	5.6	1.2
Private erhvervsinvest.	44	2.4	0.5
Eksport	165	0.2	-0.1
Import	144	0.7	-0.1
Bruttonationalprodukt	434	0.4	0.1
Årlig gns. vækstrate 1986-90 for	- procent -		- procentpoint -
Timeproduktivit. byerhverv	2.2	0.02	0.03
Bytteforhold	-0.8	-0.06	-0.01
Forbrugerprisindeks	4.4	-0.72	-0.03
Disp. realindkomst, fuld- tidsbeak. lønmodtager	0.2	0.03	0.00
Akkumuleret størrelse 1986-90	-		- absolut ændring -
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	71	4.6	0.9
Arbejdsledet, 1000 mandår	1505	-20.7	-3.0
Opæringsoverskud i privat sektor, mia.kr.	60	-18.2	-3.9
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	-119	8.6	2.0
Betalingsbalancesaldo, mia.kr.	-60	-9.6	-2.0
Udlandsgæld, 1990, mia.kr.	275	9.5	2.0
heraf offentlig	149	21.4	0.8
heraf privat	126	-12.0	1.2

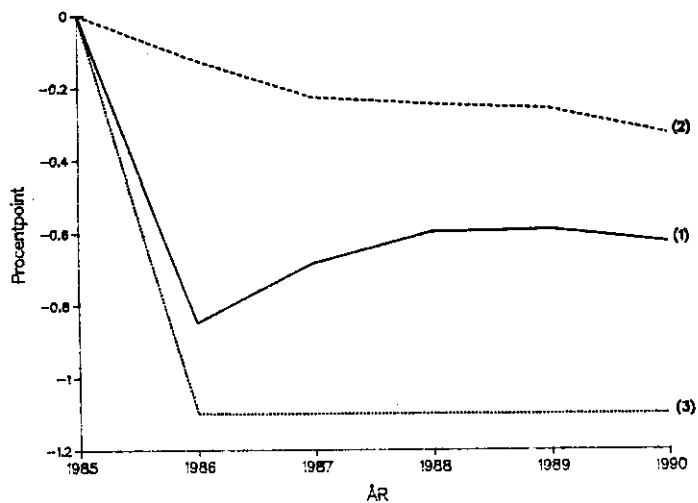
Ann.: a) Statens nettoobligationsudbud reduceres, således at obligationsrenten falder med 1/10. Det indebærer en reduktion af statens indenlandske obligationsgæld på 7 pct. i 1990 sammenlignet med grundforløbet. Eksperimentet er det samme som anført i kolonne 1 i tabel VI.5.

b) Der ydes et subsidium svarende til reduktion af omkostningerne ved udlandslån med 1 pct. p.a. Udgifterne hertil udgør i 1990 1,2 mia.kr.

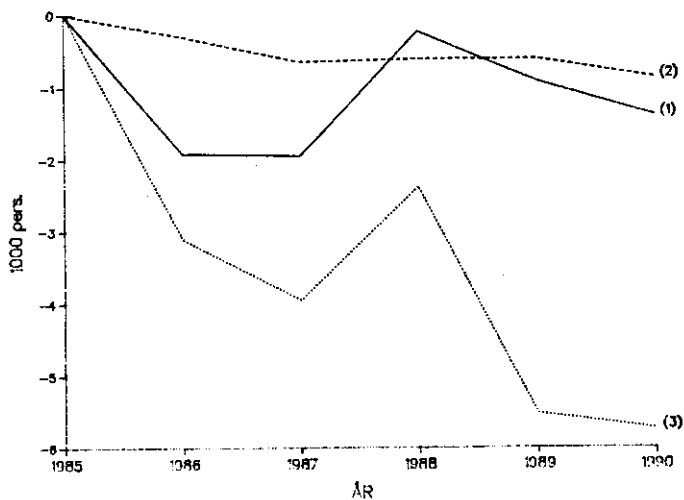
c) Den tilladte årlige vækst i pengeinstitutternes udlån begrænses til 4 pct., hvor den i grundforløbet er i gennemsnit 5,3 pct.

Figur VI.8 : Effekt på rente, ledighed, betalingsbalance og offentlig budgetsaldo af rentenedsættelse v.h.a. (1) subsidiering af udlandslåntagning, (2) indførelse af midlertidigt udlånsloft og (3) ekspansiv statsgældspolitik.

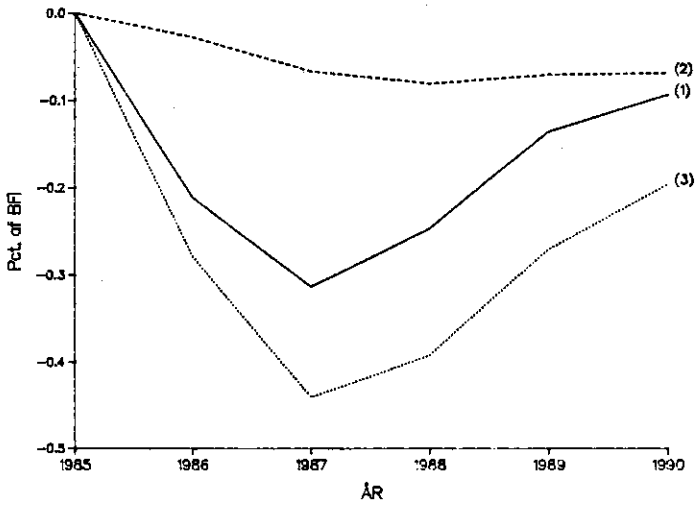
Ændring i obligationsrente.



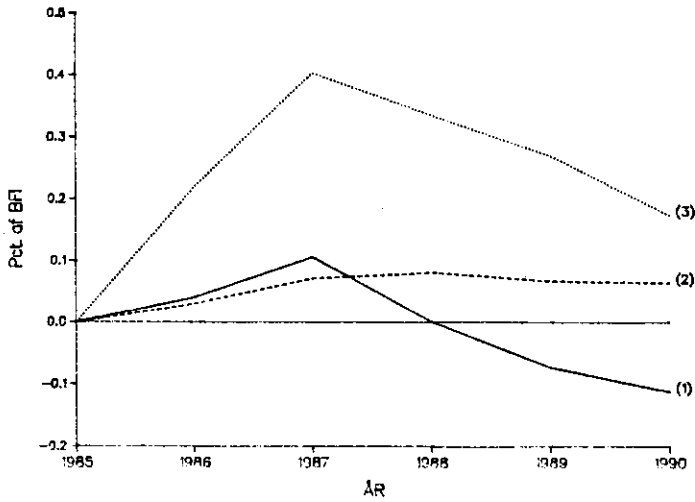
Ændring i ledighed.



Ændring i betalingsbalancesaldo.



Ændring i offentlig budgetsaldo.



landslåntagning; en del tilfredsstilles gennem anvendelse af det øvrige indenlandske kreditmarked (reduktion af tidsindskud i pengeinstitutterne, mindre nettoefterspørgsel efter obligationer m.v.); en del henvises til de grå markeder, og endelig må det forventes, at en del ikke kan finde alternative kreditkilder. Det må ydermere forventes, at "effektiviteten" af et udlånsloft - forstået som dets evne til at kanalisere låneefterspørgslen over på de udenlandske markeder - vil aftage over tid, i takt med at de finansielle markeder udvikler alternative kreditfaciliteter, jfr. diskussionen heraf i de indledende kapitler.

I beregningseksemplet er konkret antaget, at der indføres en overgrænse for den tilladte vækst i pengeinstitutternes faktiske udlån på 4 pct. p.a. i perioden 1986-90 (godt to tredjedele af den årlige udlånsvækst i grundforløbet), og at den del af låneefterspørgslen, der ikke realiseres, i stedet viser sig som øget privat udlandslåntagning, reduktion i den private ikke-finansielle sektors indskud i pengeinstitutterne og en reduktion i dens nettoobligationsefterspørgsel. Det første år, udlånsloftet er i kraft, antages den kreditefterspørgsel, som nu ikke kan tilfredsstilles gennem lån i pengeinstitutterne, at blive fordelt mellem de tre alternative kreditkilder med hhv.. 50 pct., 25 pct. og 25 pct., mens den for de efterfølgende år gradvist forskydes i retning af de indenlandske kreditkilder. Samtidig reduceres den del af den fortrængte låneefterspørgsel, der fører til øget udlandslåntagning (til 20 pct). Der er ikke taget hensyn til, at en del af det uopfyldte lånebehov kan tænkes helt at blive fortrængt.

For obligationsrenten er effekten af låneloftet et gradvist fald - de første år med omkring 0.25 procentpoint og i 1990 med 0.3 procentpoint. Forskydningerne i sammensætningen af den private ikke-finansielle sektors portefølje afspejler dels beregningsantagelserne om hvordan den uopfyldte låneefterspørgsel dækkes ind, dels de omlægninger af porteføljen, der følger af det indenlandske rentefald og ændringerne i rentestrukturen. Stigningen i obligationsudbuddet er således både en reaktion, den private sektor tvinges til på grund af udlånsloftet, og en reaktion, som rentefaldet gør fordelagtig.

I pengeinstitutterne begrænses udlånsvæksten, hvilket kun delvist modsvares af reduktionen i indskuddene i pengeinstitutterne. Pengeinstitutternes reaktion er at nedbringe deres gæld til nationalbanken og i højere grad efterspørge obligationer, hvilket bidrager til reduktionen i obligationsrenten.

VI.6. En skitse af et alternativt penge- og valutakurspolitisk regime

27. De ovenfor i afsnit VI.5 omtalte foranstaltninger til nedbringelse af det indenlandske renteniveau er alle gennemført i en institutionel ramme kendetegnet ved forholdsvis høj kapitalmobilitet (liberale valutabestemmelser) og en binding af kronkursen gennem fortsat medlemskab af EMS.

Øget pengepolitisk autonomi kræver strammere valuta-bestemmelser

Som omtalt både tidligere i dette kapitel og andetssteds i rapporten betyder kombinationen af en fast valutakurs og høj kapitalmobilitet, at mulighederne for at påvirke det økonomiske forløb gennem anvendelse af de pengepolitiske instrumenter begrænses. Dette skyldes dels, at de pengepolitiske instrumenters effektivitet reduceres, og dels at der kan optræde en række bindinger på anvendelsen af disse instrumenter f.eks. som følge af hensyn til valutareserverne. En styrkelse af den pengepolitiske autonomi vil kunne nødvendiggøre ændringer i de institutionelle rammer for kapitalbevægelserne (valutabestemmelserne) og muligvis også i den herskende valutakurspolitik.

Et ønske om at øge den pengepolitiske autonomi kunne have baggrund i en situation med balanceproblemer af en størrelsesorden som skitseret i underskudsforløbet. Kravene til de øvrige økonomisk-politiske instrumenter - finans- og indkomstpolitikken - kan i en sådan situation være så store, at det i praksis vil ligge uden for de politiske mulighedsområde at anvende disse instrumenter i det nødvendige omfang, medmindre den økonomiske politik suppleres med bl.a. pengepolitiske instrumenter.

Påvirker også spillerummet

Endvidere kan mindre liberale valutabestemmelser øge manøvrerummet for andre dele af den økonomiske politik. Det

for den øvrige økonomiske politik

te kunne være aktuelt i en situation, hvor tilrettelæggelsen af den økonomiske politik, også selv om denne ikke omfatter ændringer i valutakurspolitikken, vanskeliggøres af de finansielle markeders reaktioner i form af pres på valutareserverne. Eksempelvis kunne bestemte ændringer i skatte- og fordelingspolitikken føre til en omlægning af porteføljerne væk fra danske kroner, hvorved valutareserverne udsættes for et nedadgående pres. Hermed kunne spændvidden i de to former for økonomisk politik - finans- og indkomstpolitikken - der står til rådighed, hvis penge- og valutakurspolitikken er ude af billedet, blive yderligere reduceret.

Strammere valutabestemmelser vil trække valutapolitiske ændringer med sig

Udformningen af valutabestemmelserne har tæt sammenhæng med valutakurspolitikken. Opretholdelsen af (forholdsvis) frie kapitalbevægelser er et centralt element i EMS. Det kan derfor være vanskeligt at forestille sig indførelse af mere omfattende valutareguleringer uden implikationer for det danske EMS-medlemsskab. Såfremt valutabestemmelserne ønskes udformet væsentligt mindre liberalt end i dag, er det derfor sandsynligt, at en sådan omlægning vil gøre en ændring af valutakurspolitikken nødvendig. I en sådan situation kunne arrangementer i stil med den norske og svenske binding til en valutakurv komme på tale. Er en sådan ændring af valutakurspolitik forårsaget af ønsket om mindre liberale valutabestemmelser, indebærer den imidlertid samtidig også krav om skærpede valutabestemmelser til imødegåelse af pres mod valutareserverne, når der ikke er ubegrænsede trækningmuligheder på andre landes centralbanker, som tilfældet er inden for EMS.

Også andre forhold end ønsket om strammere valutabestemmelser kunne imidlertid give anledning til overvejelser omkring valutakurspolitikken. Et samfundsøkonomisk forløb, som minder om underskudsforløbet, vil som nævnt være præget af større uligevægte i den internationale økonomi, herunder også mellem EMS-landene indbyrdes. For Danmark, som har større samlede balanceproblemer - høj arbejdsløshed, løbende betalingsbalanceunderskud og en stor udlandsgæld - end de fleste øvrige EMS-lande, kan de krav om konvergens i den økonomiske udvikling, som et fastkurs samarbejde indebærer, i en sådan situation vise sig særdeles vanskelige at realisere. Et fortsat EMS-medlemskab

kan i et sådant forløb komme til at forudsætte indbyrdes kursændringer.

VI.7. Behovet for en forbedring af konkurrenceevnen

*Pengepolitikken:
Effekterne er
beskedne*

28. Et hovedindtryk af beregningerne i afsnit VI.5 er, at selv forholdsvis kraftige ændringer i doseringen af de pengepolitiske instrumenter resulterer i forholdsvis små ændringer i de samfundsøkonomiske balanceproblemer. Hertil kommer, at den reduktion af ledighed og offentligt budgetunderskud, der kan opnås ved en rentesækning, fører til en forringelse af betalingsbalancesaldoen.

*...og kan ikke
stå alene*

De pengepolitiske instrumenters anvendelighed til en reduktion af balanceproblemerne er derfor i dobbelt forstand begrænsede: Dels er effekten af de enkelte instrumenter forholdsvis beskedne, dels må pengepolitikken suppleres med et eller flere andre økonomiskpolitiske instrumenter, hvis ledighed, betalingsbalanceunderskud og offentligt budgetunderskud skal reduceres på en gang.

En betydelig del af forværringen i såvel beskæftigelse som betalingsbalance i underskudsforløbet sammenlignet med overskudsforløbet kan henføres til den antagne manglende tilpasning af de indenlandske omkostninger til den bytteforholdsforringelse, der følger af de udenrigsøkonomiske antagelser. En økonomisk-politisk indsats for samtidigt at reducere de tre balanceproblemer må derfor i høj grad være koncentreret om instrumenter, der kan sikre den fornødne omkostningstilpasning.

Konkurrenceevnepolitikken...

Til illustration heraf er gennemført en beregning, hvor den årlige lønstigningstakt er 1 pct. lavere end i underskudsforløbet i hvert af årene 1986-95. Det antages, at lønsatserne i den offentlige sektor og satserne for overførselsindkomsterne vokser tilsvarende langsommere.

*...vil påvirke
valutakursfor-
ventningerne...*

En af begrundelserne for det antagne større rentespænd i underskudsforløbet end i overskudsforløbet er den usikkerhed over for kronekursen, der må forventes at opstå i et forløb, hvor betalingsbalanceunderskuddet igennem en så lang

periode fortsat er meget betydeligt. En effektiv reduktion af det relative omkostningsniveau må derfor forventes at påvirke de finansielle markeders valutakursforventninger. Med henblik på at udskille den særskilte effekt af ændringer i valutakursforventningerne af en sådan reduktion i de relative lønomkostninger er beregningen gennemført både under antagelse af, at disse forventninger er upåvirkede af den lavere omkostningsudvikling, og under antagelse af, at devalueringssforventningerne reduceres med 1 procent point i hvert af årene 1986-95 svarende til afdæmpningen i lønstigningstakten.⁷⁰⁾

...og resultere i reduktion af alle balanceproblemer samtidigt

Resultaterne fremgår af tabel VI.7 og figur VI.9. Den lavere lønstigningstakt forbedrer omkostningskonkurrenceevnen betydeligt og resulterer i en stigning i eksporten på over 2 procent sammenlignet med grundforløbet. Det lavere privatforbrug og boligbyggeri kan henføres til reduktionen i realindkomsterne, som skyldes de nu relativt højere importpriser og det forhold, at de indenlandske producenter ikke fuldt ud tilpasser prisstigningstakten nedad med den lavere lønstigningstakt. Boligbyggeriet bliver desuden presset ned af den højere realrente, der følger af, at rentefaldet er mindre end reduktionen i inflationstakten. Importudviklingen skyldes det lavere privatforbrug sammen med substitutionen væk fra importvarer over til dansk producerede varer p.g.a. det ændrede forhold mellem importpriser og indenlandske priser.

Arbejdsløsheden reduceres med i gennemsnit 21.000 fuldtidsledige samtidig med en betragtelig reduktion af såvel udlandsgæld som den offentlige sektors gæld.

...giver også rentefald

Rentefaldet i de to eksempler skyldes de porteføljeomlægninger, der følger af forskydningerne i sektorernes formueposition og af den faldende inflationstakt. Den private sektors opsparingsoverskud halveres, hvilket sammen med den lavere vækst i de nominelle indkomster medfører en markant reduktion i efterspørgslen efter primær likviditet og indskud i pengeinstitutterne. Disse effekter overdøver på aktiv-

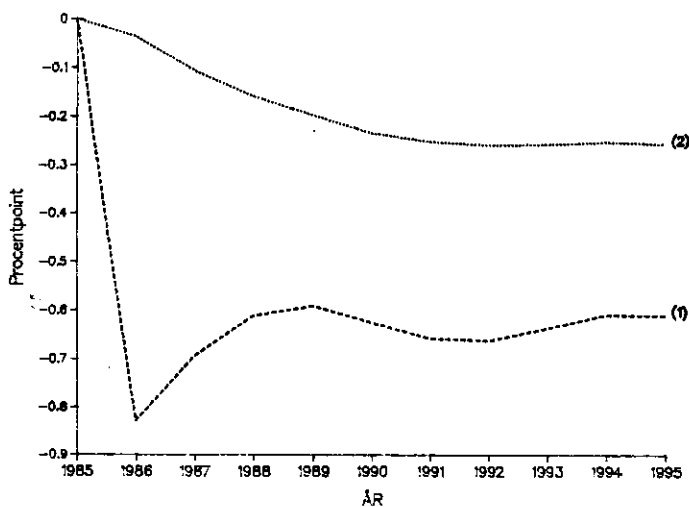
70. Beregningsteknisk svarer det til, at omkostningerne ved udlandslåntagning reduceres med 1 pct. om året, jfr. fodnote 56.

Tabel VI.7: Effekt af en 1 pct.'s lavere lønstigning i hvert af årene 1986-95

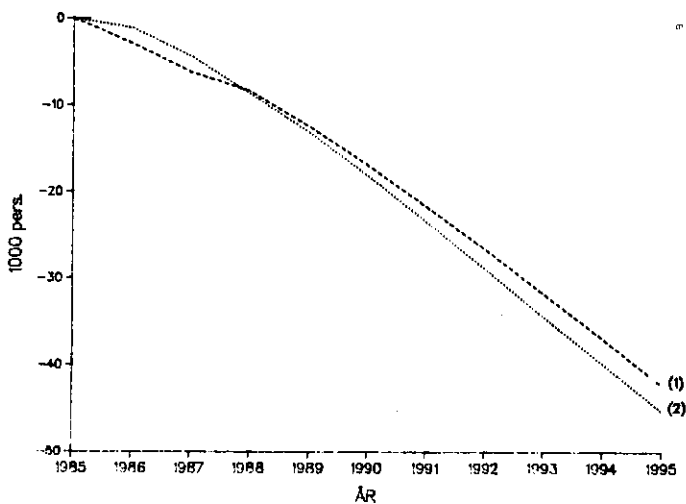
	Niveau i underskudsforløb	- Ændring i forhold til underskudsforløb -	
		Uendrede devalueringsforventninger	Devalueringsforventninger 1 pct. lavere hvert år
		(1)	(2)
		- procentpoint -	
Obligationsrente, 1990	11.0	-23	-63
Obligationsrente, 1995	7.5	-26	-61
Banklånerente, 1990	10.3	-17	-53
Banklånerente, 1995	6.8	-16	-49
Andel af private ikke-finansielle sektors balance for (1995):			
Udvalgte aktiver			
Priser pengeemngde	3.3	-42	-56
Indlån i pengeinstitutter	40.0	-1.23	-1.20
Obligationsbeholdning	52.8	1.57	1.68
Udvalgte passiver			
Lån i pengeinstitutter	25.6	.03	-30
Obligationsgæld	50.1	.08	1.14
Lån i udlandet	13.9	-73	.33
Finansiel nettoformue	5.5	-28	-1.26
Årligt gennemsnit 1986-95	- Mia. kr., - 1980-priser -		- procent -
Privat forbrug	249	-9	-9
Boligbyggeri	21	-3.1	-1.6
Private erhvervsinvest.	48	.5	2.0
Eksport	178	2.1	2.3
Import	157	-6	-3
Bruttonationalprodukt	461	.5	.7
Årlig gns. vækstrate 1986-5 for	- procent -		- procentpoint -
Timeproduktivitet, byerhverv	2.9	-12	-0.7
Bytteforhold	-6	-26	-28
Forbrugerprisindeks	3.1	-45	-48
Disp. realindkomst, fuldtidsbesk. lønmodtager	1.1	-32	-29
Akkumuleret størrelse 1986-95	-		- absolut ændring -
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	169	2.9	8.4
Arbejdsledighed, 1000 mand	3270	-217.3	-206.2
Opsparingsoverskud i privat sektor, mia.kr.	45	-5.0	-16.9
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	-191	55.5	55.1
Betalingsbalancesaldo, mia.kr.	-146	50.5	38.2
Udlandsgæld, 1995, mia.kr.	361	-50.5	-38.2
heraf offentlig	192	-12.9	-38.7
heraf privat	169	-37.6	0.5
			- procentvis ændring -
Timeløn, 1990, kr.	126	-4.6	-4.6
Timeløn, 1995, kr.	158	-9.1	-9.1

Figur VI.9 : Effekt på rente, ledighed, betalingsbalance og offentlig budgetsaldo af en reduktion af lønstigningstakten med 1 procentpoint om året 1986-95. Med (1) og uden (2) påvirkning af de finansielle markeders devalueringss-forventninger.

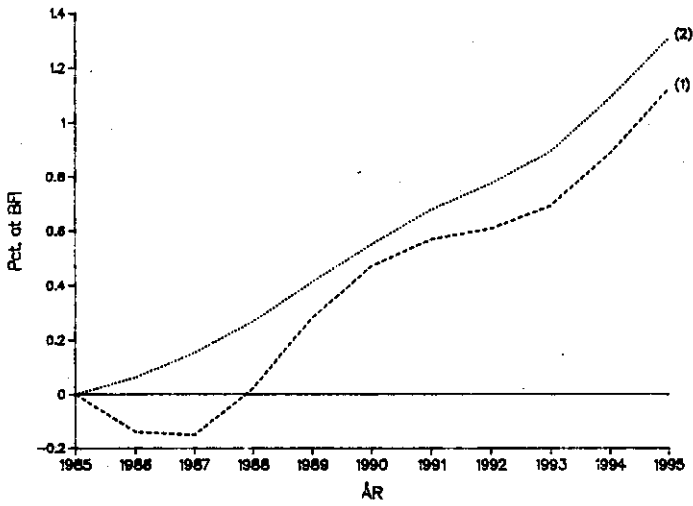
Ændring i obligationsrente.



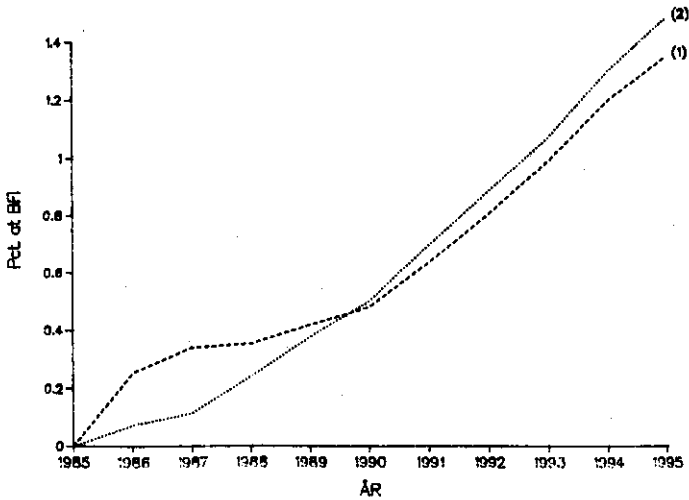
Ændring i ledighed.



Ændring i betalingsbalancesaldo.



Ændring i offentlig budgetsaldo.



Effekten af ændrede valutakursforventninger beskeden

siden effekterne af forskydningen i rentestrukturen, således at obligationsbeholdningernes porteføljeandel alt i alt forøges.

At rentefaldet bliver kraftigst i eksemplet med lavere devaluering forventninger, skyldes reduktionen i de udenlandske låneomkostninger, som medfører en omlægning af den private sektors portefølje i retning af øget andel til udlandslån. Da låneomkostningerne ved udlandslån spiller en forholdsvis stor rolle for virksomhedernes driftsmiddelinvesteringer, giver rentefaldet i dette eksempel anledning til et kraftigere investeringsopsving og dermed også en mindre reduktion af udlandsgælden end i det første eksempel. Det større rentefald modificerer også faldet i boligbyggeriet. Den lidt mindre beskæftigelsesforbedring på trods af en større stigning i produktionen, skyldes den større produktivitetstigning, der er forbundet med den kraftigere opbygning af kapitalapparatet.

Beregningerne i tabel VI.7 illustrerer, at en vellykket reduktion af omkostningsniveauet relativt til udlandets på samme tid kan bidrage mærkbart til reduktionen af ledighed, betalingsbalanceunderskud og offentligt budgetunderskud. De illustrerer samtidig, at effekterne af en sådan politik kun påvirkes forholdsvis lidt af selv ganske kraftige og vedvarende ændringer i de finansielle markeders valutakursforventninger, der måtte blive udløst af (forventninger til) ændringer i de relative omkostningsforhold.⁷¹⁾

Udløser ændrede valutakursforventninger ændringer i renteniveauet, er der desuden mulighed for at imødegå sådanne renteændringers effekt på investeringsniveau og indkomstfordeling gennem afbalancerende indgreb i afskrivningsregler og skattesystem. Mere generelt gælder det selvfølgelig, at selv om renten ikke ændres, vil kapitalomkostningerne og dermed investeringsniveauet kunne påvirkes

71. Ved en sammenligning af beregningerne i tabel VI.5 og VI.7 fremgår, at et rentefalds negative betalingsbalancepåvirkning kan neutraliseres af en samtidig reduktion af lønstigningstakten. En reduktion af obligationsrenten med 1/10 i årene 1986-95 vil således kræve en reduktion af den årlige lønstigningstakt på omkring 0.25 procentpoint (ved upåvirkede devaluering forventninger), for at den samlede udlandsgæld er uændret i 1995.

gennem ændrede afskrivningsregler og -satser, ligesom indkomstfordelingen kan påvirkes af skatteregler og -satser.

VI.8 Nogle fordelingsmæssige effekter af en rentesænkning

Ovenfor er mulighederne for et rentefald samt de makroøkonomiske effekter heraf søgt belyst. I den resterende del af kapitlet søges betydningen af et rentefald, for forskellige indkomstmodtageres indkomstforhold illustreret.

*Personlige
indkomst-
modtagere*

De indkomstmodtagere, som beskrives i det følgende, er med en vis tilnærmelse repræsentative for større socioøkonomiske grupper, selv om det er klart, at med en mangfoldighed af indkomstkilder og formuerelationer er det ikke muligt med nogle få eksempler at tegne et billede, som afspejler de fleste borgeres forhold. Dette gælder ikke mindst, fordi personerne ud over at have ialt tre indkomstkilder (løn- og kapitalindkomst samt transfereringer fra det offentlige) samtidig er udstyret med finansielle aktiver og passiver samt med fast ejendom og virksomhedskapital. Beregningerne er foretaget for følgende personer: selvstændige, arbejdere i private virksomheder, funktionærer i private virksomheder, offentligt ansatte, arbejdsløse samt pensionister. I det følgende omtales alene tre persontyper⁷²⁾:

- a) selvstændig i byerhverv
- b) lønmodtager
- c) transfereringsmodtager

*Beskrevet som
enkeltpersoner*

Personerne skal opfattes som enkeltpersoner, dvs. at de f.eks ikke i forbindelse med skatteberegningen kan få overført et uudnyttet personfradrag eller underskud fra ægtefællen og ej heller modtage børnetilskud. For selvstændige kan der dog være tale om, at flere familiemedlemmer har indtjent indkomsten.

72. For en nærmere dokumentation af beregningsmetoden samt beskrivelse af "enkeltpersonerne" henvises til bilag 7.

Alle personerne har renteindkomster og -udgifter i forbindelse med deres finansielle aktiver og passiver, svarende til gennemsnittet for gruppen. Repræsentanterne er i øvrigt "rene" i den forstand, at den selvstændige kun modtager indkomst i form af virksomhedsafkast, lønmodtageren modtager alene lønindkomst (hele året) og pensionisten kun folkepension. Den arbejdsløse er tilsvarende en fuldtidsarbejdsløs med en indkomst svarende til den maksimale dagpengesats. Transfereringsmodtagerens indkomst- og formueforhold svarer i eksemplet til et gennemsnit af forholdene for den arbejdsløse og pensionisten.

Selv om der er tale om type-eksempler, er det ved hjælp af den til rådighed værende statistik således forsøgt at tilnærme de enkelte personers indkomst- og formueforhold til et gennemsnit for den socioøkonomiske gruppe, de kan siges at repræsentere. Beregningerne er foretaget for fuldt beskæftigede, respektive arbejdsløse eller pensionerede enkeltpersoner. Der er således ikke taget hensyn til ændringer i indkomsten for lønmodtagergruppen som helhed som følge af en ændring i arbejdsløsheden.

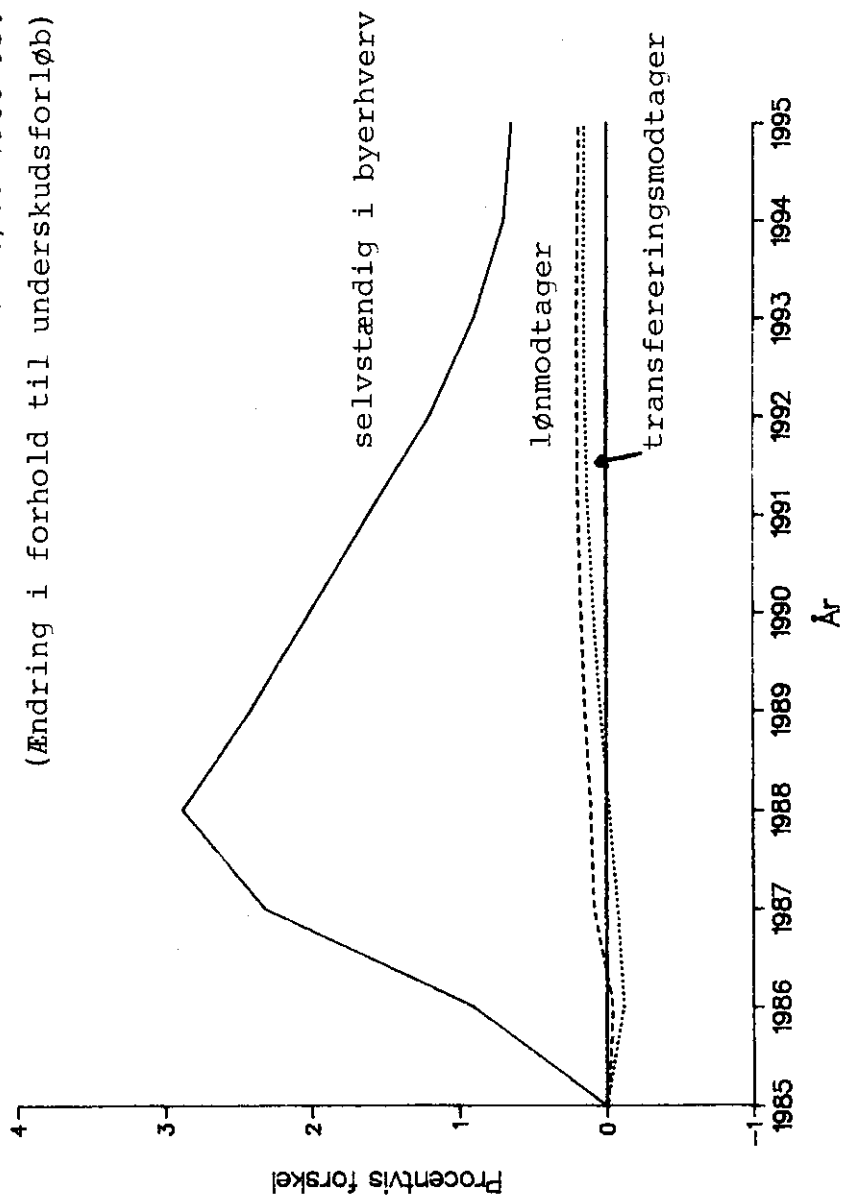
Rentefald giver stigende realindkomster for de selvstændige

Gennemføres en reduktion i renteniveauet som beskrevet tidligere i kapitlet - svarende til 1/10 fra 1986 til 1995 - vil dette påvirke de disponible realindkomster som vist i figur VI.10.

Formueforholdenes betydning

Som det fremgår af figuren, er der i starten tale om en forholdsvis kraftig stigning i den selvstændige erhvervsdrivendes realindkomst. Dette kan tilskrives en stigende afsætning som følge af den omkostningsmæssige konkurrenceevneforbedring over for udlandet og det højere investeringsniveau. Konkurrenceevneforbedringen er et resultat såvel af rentefaldet som af antagelsen om uændret realløn. Stigningen i investeringsniveauet er dog midlertidig. Det lavere renteniveau reducerer statens rentebetalinger til den private sektor og dermed sektorens disponible indkomster. Den heraf følgende reduktion i den indenlandske efterspørgsel afsvækker de selvstændiges indkomstfremgang, således som det kommer til udtryk senere i forløbet. En yderligere årsag til afsvækkelsen - og samtidig til de selvstændiges kraftige indkomstfremgang de første år efter, at rentenedsættelsen

Figur VI.10: Effekt på de disponible realindkomster af en rentenedsættelse med 1/10 1986-95. (Ændring i forhold til underskudsforløb)



påbegyndes -er, at de skattemæssige afskrivninger i begyndelsen overstiger de økonomiske. Hertil kommer, at tidsprofilen i de selvstændiges indkomstudvikling er påvirket af, at den absolutte rentenedsættelse er kraftigst i den første del af perioden. For løn- og transfereringsmodtagerne er indkomstforskellen naturligvis meget beskeden, jfr. forudsætningen om uændrede løn- og transfereringssatser.

I tabel VI.8 gives en oversigt over stigningen i realindkomsten fordelt på erhvervsindkomst (virksomhedsoverskud, lønindkomst eller transfereringsindkomst), renter og skattebetalinger. Tabellen viser den procentvise stigning i de disponible realindkomster som følge af et rentefald på 1/10. Procenterne er gennemsnit for tiårsperioden under eet.

Som det fremgår af tabellen, er der tale om forøgede renteudgifter/lavere renteindtægter for såvel den selvstændige som for lønmodtageren. For lønmodtageren skyldes de forøgede reale rentebetalinger, at den finansielle formues aktivside i overvejende grad er placeret til en variabel forrentning, der formindskes i takt med rentefaldet, mens passivsiden er bundet i fastforrentede lån, hvor rentebetalingerne ikke reduceres i forbindelse med et rentefald. Også for den selvstændige er der tale om en stor fastforrentet nettogæld, hvortil kommer, at gælden - og hermed renteudgifterne - stiger i forbindelse med det højere investeringsniveau.

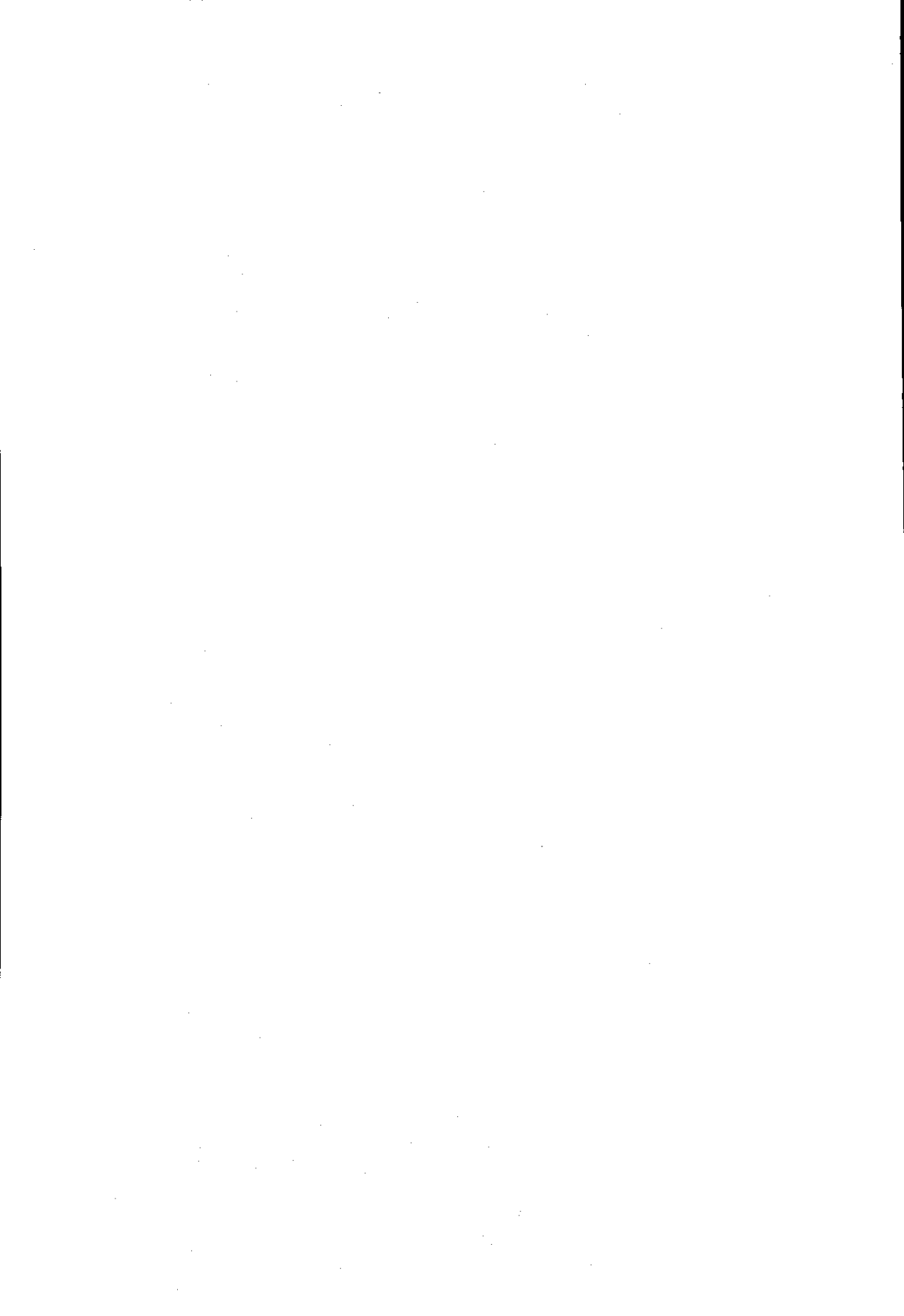
På grund af pensionistens større finansielle aktivbeholdning taber denne forholdsvis meget på rentefaldet. Til gengæld vinder pensionisten tilsvarende meget ved, at personfradraget i indkomstbeskatningen - som for pensionister udgør en relativt stor andel af bruttoindkomsten - får en større realværdi med den reducerede inflationstakt.

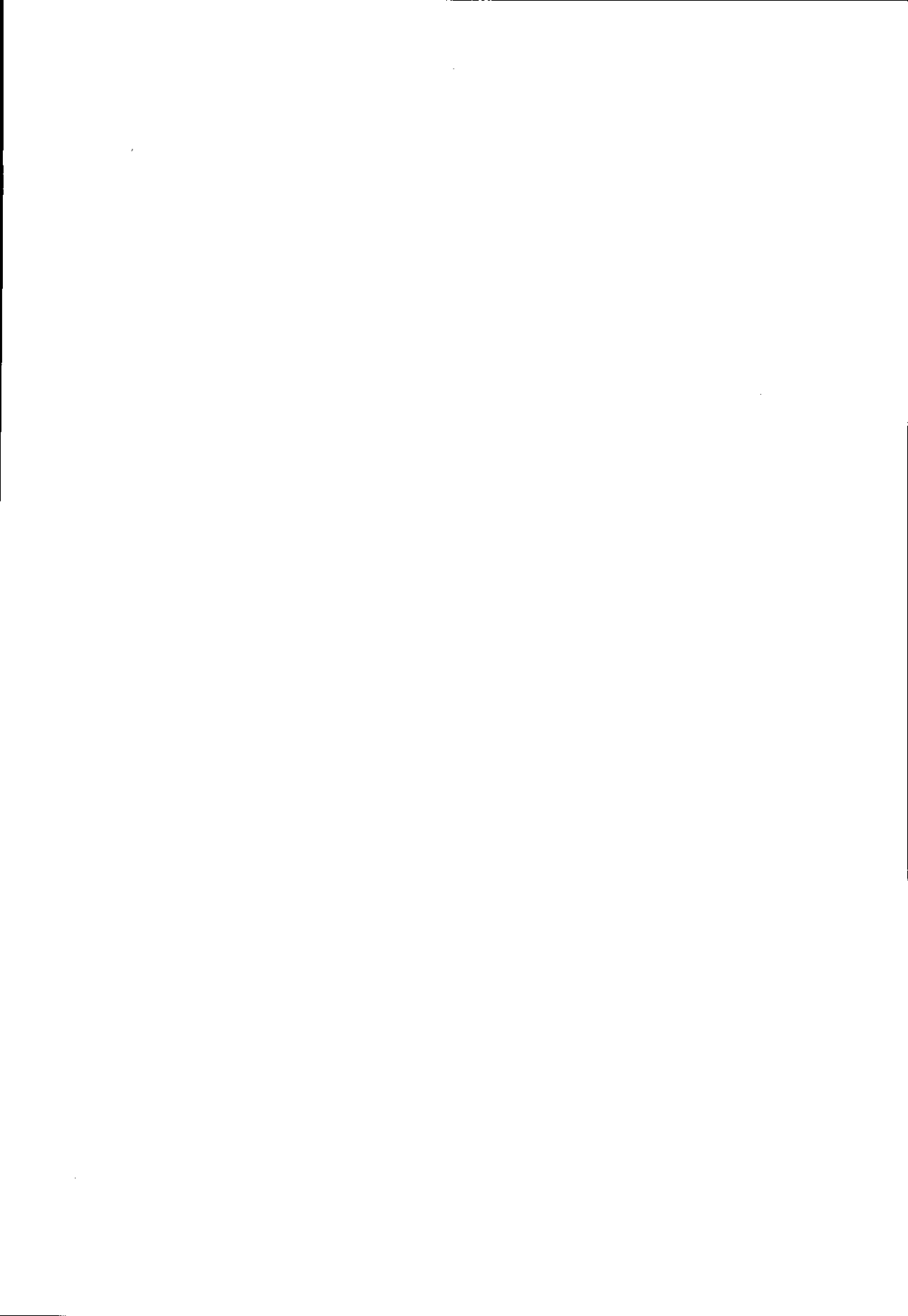
Tabel VI.8: Ændring i de disponible realindkomster fordelt på underkomponenter

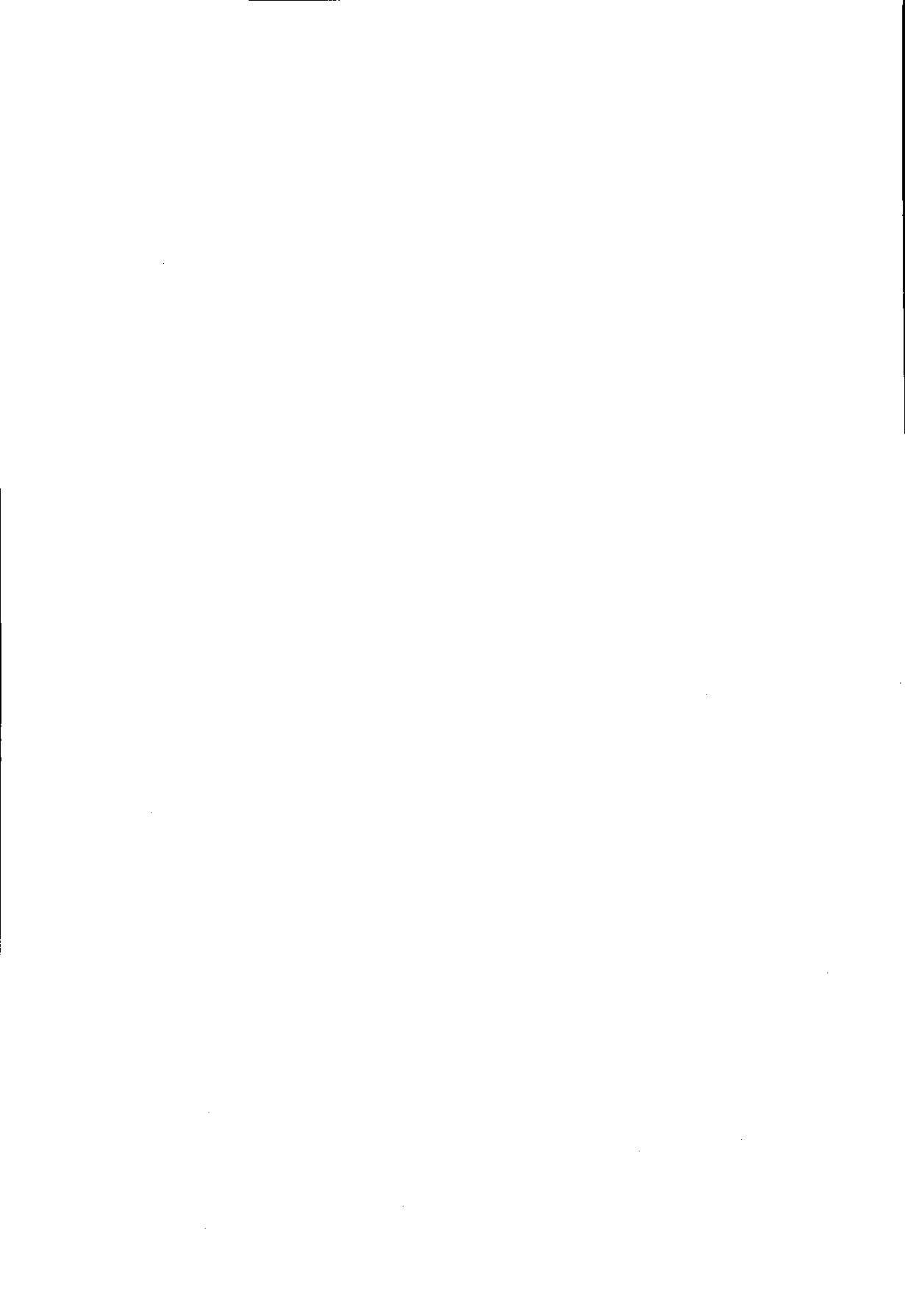
	Selvstændig	Lønmodtager	Folke- pensionist	Arbejdsløs
Erhvervs- indkomst	1.6	0.0	0.0	0.0
Renter	-0.5	-0.2	-0.4	-0.1
Skatter	0.3	0.3	0.4	0.2
-----	---	---	---	---
I alt	1.4	0.1	0.0	0.1

Anm.: Tabellen viser den gennemsnitlige årlige procentvise ændring i de disponible reale indkomster for perioden 1986-95, ved et rentefald på 1/10 og under antagelse om uændrede reale løn- og transferingssatser.

På linie med de i kapitel I og III omtalte norske og svenske undersøgelser tyder de her foretagne beregninger (der dog bygger på ret restriktive forudsætninger) på, at renteniveauets højde ikke generelt har de fordelingsmæssige konsekvenser, der normalt antages. Beregningerne indikerer, at et rentefald fordelingsmæssigt overvejende giver sig udslag i en indkomstfremgang for den typiske selvstændige erhvervsdrivende - specielt i de første år efter rentendsættelsen - medens forholdene for den gennemsnitlige lønmodtager eller transferingsmodtager er næsten upåvirkede. For lønmodtagerne må der dog erindres om, at det anslåede løft i det gennemsnitlige niveau for beskæftigelsen på knap 5.000 personer årligt i følge beregningerne tidligere i kapitlet er en konsekvens af rentefaldet, jfr. tabel VI.5.







Kapitel VII

Ansaret for pengepolitikken

*"Kommissoriets"
bemærkninger
om ansvars-
spørgsmålene*

1. I den beretning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg, som er gengivet forrest i nærværende redegørelse, efterlyste udvalgsflertallet bl.a. også en belysning af ansaret og ansvarsfordelingen med hensyn til pengepolitikken. Herunder nævntes specifikt følgende punkter:

- a) samarbejdet mellem regering og nationalbank;
- b) folketingets rolle ("parlamentarisk kontrol"), herunder indflydelse på vægtfordeling mellem pengepolitik/finanspolitik etc. i den samlede økonomiske politik;
- c) koordinering mellem de mange ressortministerier - økonomiministeriet, finansministeriet, industriministeriet, boligministeriet og ministeriet for skatter og afgifter (jfr. eksempelvis den manglende koordinering fra foråret mellem realrentebeskatningen og liberaliseringen af aktiehandelen)."

*Kun bred
principdis-
kussion i det
følgende*

Behandlingen af disse spørgsmål og en række andre, der ligger i naturlig forlængelse heraf, vil i det følgende være begrænset til enkelte mere principielle overvejelser og synspunkter, suppleret med nogle konkrete oplysninger om centralbanklovgivning og pengepolitisk praksis i andre lande. En tilbundsgående belysning af de nævnte spørgsmål ville forudsætte, at bl.a. også statsretlig, forvaltningsretlig og anden forvaltningsmæssig sagkundskab blev inddraget i arbejdet, og ville kræve væsentligt mere tid end den, der har været til rådighed.⁷³⁾

73. Det kommissionsarbejde, der gik forud for den netop vedtagne nye forfatning for den norske centralbank, varede i ca. 15 år.

*Kommission
om national-
bankloven ?*

Selv om den gældende nationalbanklov på en række punkter er forældet, jfr. nedenfor, er det et spørgsmål, om netop det nuværende tidspunkt er velegnet for nedsættelse af en særlig kommission til overvejelse af nationalbankens forfatning m.v. Som fremhævet i andre dele af redegørelsen ændres forudsætningerne for at føre en selvstændig pengepolitik i det enkelte land for tiden ganske væsentligt i kraft af den gennemgående tendens til fastkurspolitik for andre valutaer end hovedvalutaerne, liberaliseringen af restriktionerne for de internationale kapitalbevægelser og sidst, men ikke mindst, de meget udtalte tendenser til internationalisering af bl.a. hele banksektoren i kraft af nedbrydningen af en række interne skranker for etableringsfriheden og for udbudet af en række finansielle ydelser. Inden for EMS kan der - jfr. også det følgende - tænkes at ske en udvikling i retning af et fælles, overstatsligt centralbanksystem. I givet fald vil dette naturligvis komme til at gribe afgørende ind i de enkelte centralbankers stilling og ansvarsområde. Under alle omstændigheder vil de fleste af de i det følgende omtalte ændringer kunne gennemføres uden revision af nationalbankloven.

VII.1 Forholdet mellem regering og centralbank

*Tradition for
uafhængige
centralbanker*

2. I lovgivningen om centralbankerne blev et betydeligt element af uafhængighed af regeringerne i en lang periode op til mellemkrigsperioden anset for et grundprincip. Baggrunden herfor var den inflation, som centralbankernes medvirken ved finansieringen af statslige budgetunderskud ved en række lejligheder, herunder især første verdenskrig, havde medført. De klassiske midler til at styrke centralbankens stilling i forhold til regeringerne var at indbygge regler for pengeudstedelsen, der indebar en automatisk sikring mod politisk misbrug, f.eks. i form af metaldækningsregler for seddeludstedelsen, kombineret med en lovgivningsmæssigt fastsat møntparitet, dvs. fast kurs for den indenlandske valuta. Grundforestillingen bag denne type af pengepolitisk lovgivning var, at centralbanken havde et særligt ansvar for at holde inflationen lav og stabil. Det var ud fra denne holdning, at man efter den voldsomme inflation i årene under og efter den første verdenskrig i mange europæiske lande lagde

afgørende vægt på at vende tilbage til guldfodssystemet.

*Holdnings-
ændringen i
1930'erne*

3. Verdenskrisen efter 1929 satte et alvorligt spørgsmålstegn ved hensigtsmæssigheden af den hidtidige økonomiske politik, herunder af den dengang fremherskende praksis med at uddelegere pengepolitikens udformning - efter relativt enkle regler sigtende på indre og ydre monetær stabilitet - til centralbankerne. Man var ikke i 1930'erne og 1940'erne indstillet på at overlade centralbankerne øgede beføjelser til at tilrettelægge penge- og valutapolitikken i en situation, hvor de tidligere anvendte, enkle dispositionsregler havde vist sig utilstrækkelige. Nye opgaver omkring kontrol med kapitalbevægelser og regulering af de finansielle institutioner, som havde vist ustabilitet i kriseårene i 1930'erne, blev opfattet som et politisk ansvarsområde, og de eksekutive opgaver i den særlige lovgivning herom blev i flere tilfælde henlagt til andre organer end centralbanken; eksempelvis blev reguleringen af kapitalbevægelserne i Danmark henlagt til handelsministeriet (nu industriministeriet).

Det lå i den ændrede filosofi omkring det politiske ansvar for den økonomiske udvikling, at pengepolitikken i stigende grad blev betragtet som en integreret del af den generelle økonomiske politik, for hvilken målene og de fleste instrumenter fastsættes løbende af regeringer og parlamenter. I mange europæiske lande ændredes centralbankernes status i løbet af 1930'erne og 1940'erne fra at være private og med betydelig uafhængighed til at være statsejede eller med en særlig offentlig-retlig status - eksempelvis i Sverige (1934), Danmark og Italien (1936), Belgien (1939), UK og Frankrig (1946) og Holland (1948). Selvstændigheden for centralbankerne blev ganske vist principielt opretholdt - intet land valgte at integrere institutionen med regeringens økonomiske ministerier, selv om denne mulighed ofte blev nævnt i debatten - men med et andet reelt indhold end tidligere.

Vis selv-

4. Centralbankens status betegnes ofte som "uafhængig in-

*stændighed i
alle tilfælde*

den for men ikke af, regeringsstrukturen".⁷⁴⁾ Herved forstås, at banken er et rådgivende og udøvende organ med en særlig stilling inden for forvaltningen, som i loyalitet over for de generelle målsætninger for den økonomiske politik, fastsat af regering og/eller parlament, har en vis selvstændighed med hensyn til tilrettelæggelsen af det pengepolitiske bidrag til realiseringen af disse målsætninger. Dette var eksempelvis et grundsynspunkt i den i kapitel III omtalte Radcliffe - rapport.⁷⁵⁾

*Ejerformen
næppe af-
gørende*

5. I praksis førte nationaliseringerne af centralbankerne fra 1930'erne og 1940'erne ikke til så store reelle ændringer i centralbankernes indflydelse som en gennemgang af lovtekster, med organisatoriske spørgsmål og formelle regler i centrum for interessen, lader formode. I den i fodnote 74 nævnte oversigt af Hermod Skånland omtales kort, hvorledes centralbanklovgivningen i udvalgte europæiske lande og i USA har taget stilling til nogle af de kriterier, ved hvilke man formelt måtte forsøge at karakterisere centralbankens uafhængighed af regering og parlament: formålsparagraf, procedure for udnævnelse af direktion, herunder længden af funktionsperiode, politisk repræsentation i bankens ledelse, eventuelle regler for statens trækingsrettigheder på centralbanken og for løsningen af konflikter mellem regering og parlament på den ene side og centralbank på den anden side. Der er i det følgende afsnit gjort korte bemærkninger vedrørende de formelle rammer i Danmark, især hvor disse ligger i yderkanten af det spektrum af regler, som findes i lande, det er naturligt at sammenligne Danmark med.

74. Se bl.a. den fyldige oversigt over centralbanklitteraturen i Hermod Skånland: *The Central Bank and Political Authorities in Some Industrial Countries*, Norges Banks Skriftserie No. 13, Oslo 1984. For konkrete oversigter over centralbankernes stilling i forskellige lande kan endvidere henvises til følgende svenske betænkninger: a) Kreditpolitikken - fakta, teorier och erfarenheter, S.O.U. 1982:53, s. 107 ff, b) Stats-skuldpolitikken - samordningsfrågar, S.O.U. 1984:89, kap. 2 og 6.

75. Jfr. f.eks. følgende citat fra rapporten (s. 274): "If then the function of the central bank is clearly seen to be that of acting as a highly skilled executant in the monetary field of the current economic policy of the central Government, the problem of finding the proper relationship between the two resolves itself into one of making sure that the exchanges between the two bodies are organised in such a way that the Bank contributes to the Government's discussions on policy the advice and suggestions which its unique operational experience and contacts qualify it to offer, while the Government on its side is careful to associate the Bank with the formation of those decisions on economic policy in which monetary operations are capable of taking a part".

Man kan imidlertid kun hente begrænset vejledning i lovgivningens ordlyd eller i de politiske debatter om denne lovgivning. Mange regler er forblevet ubenyttede; dette har uden tvivl også været hensigten, for så vidt angår egentlig bemyndigelseslovgivning. Opgaveog ansvarsfordelingen mellem centralbanker og regeringer og parlamenternes overvågen heraf er en proces i stadig udvikling og er gradvis blevet modificeret uden sammenhæng med ændringer i centralbankens formelle stilling. De faktiske beslutnings- og kompetenceforhold er således kun i ringe grad klarlagt i lovgivningen. Det ville være urealistisk at forsøge at give andet end nogle enkelte illustrationer af samarbejdsformer mellem centralbank, regering og parlament som et supplement til vurderingen af eventuelle særlige problemer i Danmark.

*Argumenter
for begrænsning af den
politiske
indflydelse*

6. Inden arbejdsdelingen mellem nationalbanken, regeringen og folketinget tages op til diskussion, er det imidlertid naturligt at pege på fire forhold, der alle trækker i retning af at understrege behovet for at begrænse den politiske indflydelse på udformningen af pengepolitikken og valutakurspolitikken og henlægge dem til en delvist uafhængig nationalbank. De har spillet en vigtig rolle for den pengepolitiske praksis, der har udviklet sig i de sidste 10-15 år i flere toneangivende lande. Læserne må herefter ud fra politisk holdning afgøre, i hvilket omfang de retfærdiggør en afvigelse fra det normale princip, at ikke blot hovedlinierne, men også de fleste detaljer i den økonomiske politik bør fastlægges af regering og parlament og ikke i en institution uden for den parlamentariske proces.

*Penge- og
valutapolitik
kræver hurtige
beslutninger*

7. Det første af disse forhold er, at det ud fra praktiske hensyn ikke forekommer hensigtsmæssigt at lægge en række penge- og valutapolitiske dispositioner ud til politisk debat. De finansielle markeder og valutamarkederne er efterhånden af en sådan størrelse og følsomhed, at deltagelse af en større kreds af beslutningstagere omkring ændringer i væsentlige pengepolitiske instrumenter, for slet ikke at tale om valutakurser, forekommer urealistisk. Beslutningsprocessen kunne næppe gøres så kort med deltagelse af et bredt udsnit af repræsentanter for de politiske partier i en koalitionsregering eller i et parlament, at destabiliserende tendenser på markederne ville kunne undgås. Herved ville i praksis en væsentlig del af virkningerne af påtænkte indgreb kunne undergraves. Der er her mere end en gradforskkel mellem penge- og valutapolitikken på den ene side og andre former for økonomisk politik på den anden side, omend nogle af de samme argumenter kunne fremføres i forbindelse med politiske debatter om afgiftsforhøjelser eller pludselige ændringer i skattereglerne. Disse forhold taler for at acceptere en betydelig delegation af udformningen af pengepolitiske beslutninger til en delvist uafhængig centralbank - naturligvis med en forpligtelse for denne til at være orienteret om regeringens synspunkter på mulige indgreb og udviklingstendenser.

Beslutninger om ændring i valutakursen vil næppe nogen forestille sig delegeret til centralbanken. Argumenterne ovenfor tager her alene sigte på at gøre det klart, at der i praksis ikke vil kunne blive tale om normale parlamentariske beslutninger med høring af parlamentsudvalg og af repræsentanter for de organiserede interesser. I bedste fald kan der blive tale om en samtidig orientering af partiledere og organisationsformænd, en praksis, der også er blevet fulgt ved de fleste kronedevalueringer i efterkrigstiden. I de senere år er der hertil kommet det komplicerende forhold, at valutakurspolitikken for deltagerlandene i Det europæiske Monetære System (EMS) ikke længere alene er et nationalt anliggende, jfr. nedenfor. Man kan ikke i praksis opretholde sideløbende politiske forhandlinger i det enkelte land og i EFs ministerråd.

Pengepolitik-

8. Det andet forhold, som taler for en delvist uafhængig cen-

*kens konkrete
udformning
et teknisk
spørgsmål.*

tralbank, er, at pengepolitikens mere tekniske udformning ikke er noget velegnet emne for politisk debat. Om centralbanken udformer sin likviditetsstyring og sine deponeringsregler over for pengeinstitutterne på den ene eller anden måde, er selvsagt af betydelig interesse for disse og for andre deltagere på de finansielle markeder, mens behovet for politisk debat og egentlig politisk styring er sværere at begrunde. Lignende betragtninger gælder valget mellem visse pengepolitiske mellemål, som f.eks. forskellige definitioner af pengemængden og kreditgivningen. For de nævnte områders vedkommende gælder det, at der er klare fordele ved at henlægge den konkrete udformning til centralbanken under ansvar for denne til at orientere regeringen, inden ændringer gennemføres, og iøvrigt til at rapportere systematisk til parlament og offentlighed om indvundne erfaringer, jfr. nedenfor. Erfaringer fra udlandet tyder på, at parlamentets rolle ved pengepolitikens udformning under alle omstændigheder vil være begrænset, men at parlamentsudvalg efter opbygning af en vis pengepolitisk specialviden kan være et nyttigt forum for den mere offentlige meningsudveksling omkring centralbankens opfyldelse af målsætninger i pengepolitikken og om hovedlinier i den fremtidige strategi.

*Slagside i
den politiske
beslutnings-
proces ?*

9. De to yderligere typer af argumenter for en centralbank med et vist selvstændigt ansvar vil utvivlsomt af mange blive opfattet som mere politiske end teknisk-økonomiske, og derfor som overskridende den grænse for centralbankens "uafhængighed inden for, men ikke af regeringsstrukturen", som der blev henvist til ovenfor. De er baseret på en kritisk vurdering af den politiske beslutningsproces' evne til at træffe langsigtede beslutninger og til at erkende grænserne for egen reelle handlefrihed. Uanset om man har politisk sympati for disse argumenter, eller man finder dem vanskelige at acceptere, er det ubestrideligt, at de har spillet en væsentlig rolle i den pengepolitiske debat i udlandet, og at de har præget den gradvise udvikling i arbejdsdelingen i forholdet mellem centralbanken og de politiske myndigheder i en retning, der indebærer en styrkelse af centralbankens stilling, men inden for rammerne af en såkaldt "normbaseret pengepolitik", dvs. en styring efter måltal for stigningstakten i pengemængden eller i kreditgivningen, eventuel oprettholdelse af en fast valutakurs, jfr. iøvrigt omtalen af penge-

politik i andre lande i kapitel III. Derved bliver de også af væsentlig betydning for det klima, i hvilket dansk pengepolitik skal føres.

Ambitioner og virkelighed

10. Kritikken af den politiske beslutningsproces som overvejende kortsynet i forhold til de tilpasningsprocesser, der sættes i gang gennem ændringer i de pengepolitiske instrumenter, blev oprindelig rejst af økonomer, der pegede på de betydelige forsinkelser mellem tidspunkterne for et pengepolitisk indgreb og dets fulde virkning på den samlede aktivitet. Den økonomiske udvikling er præget af en vis inertie; investeringsplaner revideres ikke jævnlige, og de tager nødvendigvis tid at gennemføre. Når der eksempelvis må gå nogen tid, før et rentefald for alvor slår igennem på investeringerne, beskæftigelsen i bygge- og anlægssektoren og andre størrelser, de økonomisk-politiske beslutningstagere ønsker at påvirke, bliver det af stor betydning, om man har overblik ikke blot over den aktuelle økonomiske situation, men også over den sandsynlige udvikling på mellemlangt sigt. Vil betalingsbalancen og beskæftigelsen også i dette tidsperspektiv gøre virkningerne af de foretagne indgreb ønskelige, eller bør man betænke sig og afstå fra pengepolitiske ændringer? Med den betydelige usikkerhed må man nok ved et historisk tilbageblik på perioder, hvor der blev forsøgt en aktivt konjunkturregulerende pengepolitik i selv de største lande, sige, at beslutningsgrundlaget ofte viste sig at have været for svagt til at begrunde de trufne dispositioner.

Måske forekommer denne kritik af en aktiv pengepolitik forældet i 1980'erne, hvor såvel kort- som langfristede hensyn i nogen tid har peget på ønskeligheden af et lavere renteniveau i de fleste toneangivende lande. Men kritikken af en høj ambitionsgrad hos de politiske beslutningstagere med dertil hørende stadige finjusteringer af de pengepolitiske instrumenter og undertrykkelse af markedsbestemte bevægelser i renteniveau og valutakurser er alligevel fundamental for en forståelse af centralbankernes rolle i de fleste industrilande i dag. Den politisk udviste utålmodighed med økonomiens funktionsmåde, tilbøjeligheden til at korrigere for beskedne og gradvise virkninger af ændringer i de pengepolitiske instrumenter ved at øge doseringen af disse, og uviljen til at bryde med forestillingen om et normalt, politisk ønskeligt

renteniveau fjernede i løbet af 1960'erne og begyndelsen af 1970'erne (formentlig den periode, hvor den politiske indflydelse på pengepolitikken nåede et maksimum i de fleste industrilande) sit eget grundlag.⁷⁶⁾

*Pengemængde-
normer :
Selvpålagt
begrænsning*

Inflationen, som den efterhånden stadig mere ekspansive pengepolitik havde bidraget til, tilskyndede de pengepolitiske myndigheder i alle de større industrilande til omkring 1975 at gøre normtal for pengemængdens vækst til en krumtap i pengepolitikken. Disse normtal, typisk procentvise stigningstakter i pengemængden på årsbasis, var helt bevidst en selvpålagt begrænsning på de pengepolitiske myndigheders kortsigtede handlefrihed; og de er i praksis kun blevet ændret lidt fra det ene år til det andet. Grundforestillingen var at skabe en stabil, langfristet ramme for den økonomiske udvikling, der skulle opbygge et tillidvækende værn mod en gentagelse af den accelererende prisudvikling i tiåret op til 1975. Fastlæggelsen af måltallene foregår på forskellig vis i de større industrilande: mens de i UK og Frankrig er blevet fremlagt som centrale dele af regeringens mellemfristede strategi, fremtræder de i USA og Forbundsrepublikken i højere grad på centralbankens ansvar, i det amerikanske tilfælde med en ret tæt overvågning fra kongressen.

*Konsekvenser
for central-
bankautonomien*

11. Uanset disse forskelle kan der ikke være tvivl om, at den normbaserede pengepolitik har styrket centralbankernes rolle relativt til regeringernes; i praksis må ansvaret for opfyldelsen af målene, pengepolitikken tilrettelæggelse og den eventuelle forklaring af, hvorfor deklarerede mål ikke er blevet overholdt, ligge hos centralbanken. Udviklingen navnlig i USA, men også til dels i UK, tyder samtidig på, at måltallene har givet parlamenterne en lidt større, omend fortsat svag og indirekte, indflydelse på pengepolitikken, fordi normtallene giver et mere konkret, sommetider dog misvisende konkret, udgangspunkt for en meningsudveksling end den situation, hvor centralbanken havde et bredere,

76. I kapitel II ovenfor er beskrevet et par eksempler på en renteutvikling, hvor politisk pres for lavere rente, end markedskræfterne tilsagde, førte til overophedning af den danske økonomi og valutaunderskud: modviljen mod at lade renten stige tilstrækkeligt i midten af 1960'erne og det politiske pres for at få renten nedbragt under det lette konjunkturtilbageslag i 1968.

mindre specificeret mandat til at bistå ved gennemførelsen af regeringens almindelige økonomisk-politiske mål, jfr. i øvrigt nedenfor om folketingets rolle i pengepolitikken.

Valutakursen som norm

Det var især de større industrilande, der drog den konsekvens af erfaringerne med en mere aktiv og ambitiøs konjunkturpolitik og den indbyggede risiko herved, som det korte sigt i den politiske beslutningsproces medførte, at gå over til monetære normtal. Det skete kort efter overgangen til flydende valutakurser mellem hovedvalutaerne og medførte således ikke på forhånd for disse lande nogen åbenbar fare for, at måltallene ville blive undermineret af store bevægelser i valutareserverne. Næsten alle mindre lande fandt, at de ikke kunne tillade sig at lade valutakursen flyde; men til gengæld gav opretholdelse af en fortsat fast valutakurs over for i hvert fald en række vigtige samhandelspartnere i perioder en ganske bunden opgave for disse mindre lande, såfremt voldsomme udsving i valutareserverne skulle undgås. For dem er betydningen af normtallene især indirekte: eksempelvis bliver, via den faste kurs på DM, den danske interesse i, hvem der fastlægger tysk pengepolitik og efter hvilke kriterier, åbenbar.

Konsekvenser af finansiel integration

12. Endelig har et yderligere væsentligt forhold gradvis påvirket holdningen til centralbankens opgaver: den tættere, internationale finansielle integration, som er fortsat og forstærket til trods for ændringen i det internationale valutakurssystem i begyndelsen af 1970'erne, har efterhånden skabt snævrere grænser for den pengepolitiske handlefrihed, også til at sætte normtal. Med USA og Forbundsrepublikken som delvise undtagelser har den nationale pengepolitik, selv i de store industrilande, i stigende grad måttet indrettes på at opnå eksterne mål: at forhindre for kraftige udsving i valutakursen i de lande, som ikke direkte har påtaget sig at forsvare et fast kursforhold, eller - i lande, som Danmark, der har indgået sådanne forpligtelser - at forhindre for stærke ændringer i valutabeholdningen. Det er ofte blevet nødvendigt at afvige fra indenlandsk fastsatte mål, herunder normtal for pengeforsyningen eller den indenlandske kreditudvidelse. Det har været nødvendigt at henlægge hovedansvaret for det skøn, der herved løbende må udøves over pengepolitikens tilrettelæggelse, til den institution,

der har tættest føling med valutamarkedet og dettes samspil med de indenlandske finansielle markeder - centralbanken. Erkendelsen af den indskrænkede handlefrihed har derved i praksis styrket centralbanken i relation til regering og parlament - men samtidig svækket de nationale pengepolitiske myndigheder, selv i de store lande, i relation til markedskræfterne.

Tilbagevendende til klassiske systemer : paralleller til guldfoden

13. Alt i alt har en række forhold, hvoraf nogle er af mere permanent karakter, mens andre har relation til skuffende erfaringer med forsøg på en mere aktiv og ambitiøs pengepolitisk styring fra regeringsmagtens side, medvirket til at vende den bevægelse i retning af indskrænkning i centralbankens uafhængighed, som prægede 1930'erne og den første snes år efter 1945. Der er i dag en klarere tendens til at se centralbankens opgaver som orienteret mod mere begrænsede mål end i de første 20-25 år efter krigen - fast valutakurs, indenlandske pengepolitiske normer eller en blanding af valutakurs- og pengemængdenormer - og med en betydelig operationel frihed, snarere end som i den tidligere periode som direkte bidragende til opnåelse af målene for den økonomiske politik. I den forstand er der tale om en forskydning henimod den opfattelse af arbejdsdelingen mellem centralbank og regering, som prægede guldfodens dage: en større uafhængighed for centralbanken af regeringsstrukturen, når først de pengepolitiske langsigtede spilleregler er fastlagt. Denne internationale baggrund må erindres ved en vurdering af den praksis, der har udviklet sig i Danmark.

VII.2 Ansvarsfordelingen i dansk pengepolitik

Nationalbankloven forældet

14. De formelle rammer for dansk pengepolitik adskiller sig ikke radikalt fra forholdene i andre lande, det er naturligt at sammenligne med. Nationalbankloven af 1936 er dog i bemærkelsesværdig grad forældet; formålsparagraffen er meget generel (lov nr. 116 af 7. april 1936, paragraf 1):

"...at opretholde et sikkert pengevæsen her i landet samt at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning".

Der er ikke megen vejledning at hente i denne til dels selv-

modsigende opregning eller i de efterfølgende paragraffer, der dels vedrører bankens ledelse, dels metaldækningsregler for seddelindløseligheden, der ikke har været aktuelle siden 1939 og ikke har udsigt til at blive det igen. Lovens paragraf 15, suppleret af det deri hjemlede reglement, giver meget kortfattede forskrifter for bankens virksomhed, og fastslår, at bankens direktion træffer beslutninger vedrørende bankens daglige ledelse, dvs. fastsættelse af indlånsog udlånsvilkår; på baggrund af diskontoens centrale placering i rentestrukturen på lovgivningstidspunktet indeholder reglementet følgende bestemmelse:

"Når direktionen ønsker at foretage forandringer i diskontoen, skal derom gives meddelelse til den kongelige bankkommissær og finansministeren, som er berettigede til personlig eller ved en delegeret at deltage i forhandlingerne, dog uden at have stemmeret ved afgørelsen".

*De-facto
beføjelserne:
Forhandlings-
økonomien*

15. Nok må båndene på nationalbankens dispositionsmuligheder siges at være svage, men i betragtning af fraværet af nogen omtale af andre pengepolitiske instrumenter end udlåns- og indlånsvilkårene, er der ikke i medfør af selve loven meget at udnytte denne frihed til. Der er således ikke i loven mulighed for at variere kravene til pengeinstitutternes likvide reserver eller værdipapirbeholdninger, til at begrænse långivningen kvantitativt eller til at fastsætte overgrænser for pengeinstitutternes rentesatser. Da nationalbanken i midten af 1960'erne fandt en udvidelse af det pengepolitiske instrumentarium påkrævet, tyede man - i forståelse med regeringen - til en tilrettelæggelse af pengepolitikken, hvor halvårlige "forhandlinger" eller "aftaler" med pengeinstitutternes og realkreditinstitutionernes organisationer om stigningstempoet i udlånene, omfanget af deponeringsforpligtelser m.m. var hovedelementet. Systemet var forvaltningsmæssigt særpræget, dels ved at foregive, at der var tale om frivillige aftaler mellem nationalbanken og den finansielle sektors organisationer, dels ved at bringe nationalbanken i en mellemposition mellem regeringen på den ene side og de berørte finansielle institutioner på den anden side som forhandler af aftalerne. Systemet indebar en tilskyndelse for enkelte pengeinstitutter til at stå uden for organisationerne og dermed uforpligtede af aftaler om udlånsloft o.l. Det vir-

kede tillige stift derved, at nationalbanken pålagde sig selv den begrænsning ikke at ændre på hovedtrækkene i systemet, indføre dispensationer m.m., uden "aftalepartnernes" indforståelse.⁷⁷⁾

Kreditformidlingsloven

16. Forvaltningsmæssigt blev situationen delvist klargjort gennem folketingets vedtagelse i oktober 1973 af lov om kreditformidling. Heri opregnes en lang række næsten alle tænkelige - indenlandske pengepolitiske instrumenter, tilsyneladende inspireret af samtidige vedtagelser i EFs ministerråd af en fortegnelse over et komplet stabiliseringspolitisk instrumentarium. Det bemærkelsesværdige ved kreditformidlingsloven var imidlertid, at den tillagde økonomiministeren beføjelser til at ændre de pågældende instrumenter, dog efter samråd med nationalbanken. Muligheden for i stedet at ændre nationalbankloven blev tilsyneladende ikke overvejet, og bankens ledelse blev først på et meget sent tidspunkt inddraget i det lovforberedende arbejde.

De faktiske forhold

Kreditformidlingsloven er imidlertid aldrig blevet anvendt, og man kan derfor sige, at det umiddelbart er nationalbanken, der gennem lovgivningsmagtens tilslutning til en udvidelse af det pengepolitiske instrumentarium i realiteten har underbygget sin stilling som hovedansvarlig for pengepolitikens tilrettelæggelse. Nationalbankens udnyttelse af sit faktisk øgede spillerum for tilrettelæggelse af den indenlandske pengepolitiske strategi - afskaffelsen af det individualiserede udlånsloft for pengeinstitutterne, administrationen af det generelle loft og af lånerammesystemet, og senest afløsningen af sidstnævnte med en adgang til at belåne visse aktiver, jfr. kapitel II - har ikke givet anledning til sådanne problemer i samarbejdet mellem regering og nationalbank, at de er kommet til offentlighedens kendskab.

Tætte regeringskontakter

17. Der er jævnlig kontakt mellem banken og de økonomiske ministerier. Med længere og mere uregelmæssige mellemrum holdes mere formelle møder mellem bankens direk-

77. Nationalbanken kom i forbindelse med sin støtte til bankernes og sparekassernes indbyrdes aftale om et maksimum for indlånsrentesatserne i den uholdbare situation at måtte tillægge "hensynet til stabiliteten i pengeinstitutternes organisationer" pengepolitisk betydning, jfr. Bent Christensen: Nationalbanken og forvaltningsret, 1985, s. 85 f og s. 102 ff.

tion og de økonomiske ministre. Der er, siden omsvinget i statsfinanserne i 1975, blevet holdt regelmæssige frokostmøder i banken for direktionen og de økonomiske ministre, der er ledsaget af deres respektive departementschefer. Statsministeren deltager ofte i såvel de formelle som de uformelle møder. Topembedsmænd i finans- og økonomiministerierne har siden 1969 beklædt de to poster i bankens bestyrelse, hvortil den kgl. bankkommissær, p.t. økonomiministeren, udpeger eet nationaløkonomisk og eet juridisk kyndigt medlem; før 1969 var disse poster beklædt af regeringsuafhængige sagkyndige. Den kgl. bankkommissær har ifølge nationalbankloven visse tilsynsbeføjelser og fører forsædet ved bankens kvartalsvise repræsentantskabsmøder. Repræsentanter for banken og for de økonomiske ministerier varetager sammen den danske deltagelse i de fleste betydningsfulde internationale samarbejdsorganer, især EFs monetære udvalg, OECDs komite for økonomisk politik og IMF's bestyrelse, den såkaldte interimskomite og årsmøde. Endelig er der på mere teknisk plan løbende kontakt mellem banken, de økonomiske ministerier og industriministeriet - sidstnævnte i spørgsmål vedrørende administrationen af valutabestemmelserne og vedrørende tilsynet med pengeinstitutterne; banken er repræsenteret ved en observatør i realkreditrådet. Bankens har deltaget i langt størstedelen af de udvalg og kommissioner, der har beskæftiget sig med emner, som i bred forstand havde betydning for udøvelsen af dens pengepolitiske funktioner, herunder også skattepolitiske emner, eksempelvis lovgivningen om realrenteafgiften.

*Få konflikter
om pengepoli-
tikken*

18. Alt i alt må koordinationen mellem nationalbanken og regeringen således siges at være formelt og reelt veludviklet; der savnes ikke lejligheder til at udveksle synspunkter. Også her i Danmark er der inden for dette næsten symbiotiske samarbejde en tendens til, at nationalbankens indflydelse på de pengepolitiske beslutninger er stigende. Med et i stigende grad markedsøkonomisk system på de finansielle markeder og en voksende grad af international integration har større skønsbeføjelser måttet udøves af den institution, som har den daglige kontakt med markederne, fremfor af de økonomiske ministre og deres rådgivende embedsmænd. De offentligt kendte eksempler på konflikter om pengepoli-

tikken går efterhånden en del år tilbage: nedsættelsen af et kapitalmarkedsråd i 1972 til "styring af kapitalformidlingen" (ophævet 1983 efter ikke at have været sammenkaldt i en årrække), vedtagelsen af kreditformidlingsloven i 1973, initiativer fra regeringen om forskrifter for forsikrings-selskabers og pensionskassers placeringer og udbygningen af de subsidierede låneordninger i begyndelsen af 1980'erne. Ved disse lejligheder gav nationalbanken offentligt udtryk for uenighed.

*Nationalbank-
kritik af
finanspoli-
tikken og
indkomst-
politikken*

Når nationalbanken i øvrigt har haft kritiske bemærkninger til den økonomiske udvikling, har disse mere taget sigte på en efter bankens opfattelse utilstrækkeligt håndfast finanspolitik og en for hurtig omkostningsudvikling, som tilsammen har overladt for store byrder til pengepolitikken. Til tider har der været en udbredt politisk forståelse for dette synspunkt, men intet politisk flertal for at justere balancen i den økonomiske politik i den af nationalbanken foreslåede retning. Men de reservationer, som nationalbanken har givet udtryk for, kan selvsagt ikke tolkes som udtryk for en manglende koordination i den økonomiske politik, der ville kunne afhjælpes ved ændret lovgivning eller praksis vedrørende nationalbankens deltagelse i beslutningsprocessen. Den genfindes i mange andre lande, herunder nogle, hvor centralbanken har en meget stærk og uafhængig stilling; den er en formentlig uundgåelig konsekvens af politiske beslutningsprocesser, hvor det undertiden har vist sig lettere at få tilslutning til øgede bevillinger end til deres finansiering, og af en struktur på arbejdsmarkedet, hvor indgreb mod nominelle indkomststigninger, der eroderer konkurrenceevne og betalingsbalance, tit er stødt på modstand hos store organiserede samfundsgrupper.

*Lovforældelsen
næppe stort
reelt problem*

19. Konstateringen af, at samarbejdet mellem regering og nationalbank stort set synes at fungere hensigtsmæssigt samt at udvikle sig gradvist under indtryk af de ændrede instrumenter og den mindskede handlefrihed under en fremadskridende international integration, sætter naturligvis spørgsmålstegn ved hensigtsmæssigheden af at rejse debat om de formelle rammer for nationalbankens virksomhed. Man kan med god ret hævde, at nationalbankloven af 1936 - bortset fra nogle organisatoriske bestemmelser - er ind-

holdsløs, men ikke, at den har stillet sig hindrende i vejen for udviklingen af samarbejdet mellem regering og nationalbank. De fleste af de ændringer i den pengepolitiske praksis, der peges på i det følgende, vil kunne ske uden lovændringer. Den følgende diskussion tager derfor sigte på, i lyset af de faktiske samarbejdsformer mellem regering og nationalbank, at diskutere, om der er tilstrækkelig information og debat om dansk pengepolitik, og - især - om folketinget kunne tildeles en mere konstruktiv rolle end i dag i overvågningen af og debatten om pengepolitikken.

Ressort- opdelingen

20. Inden denne emnekreds behandles, kan det dog være naturligt at omtale et par mere konkrete spørgsmål vedrørende kompetence og koordination i de pengepolitiske beslutninger, som især vil melde sig, hvis man under alle omstændigheder skulle ønske at tage lovgivningen op til nærmere gennemgang. Politisk-økonomisk udvalgs flertal har selv i den fremsendte beretning peget på et par spørgsmål om forskrifter for koordination, hvor denne i dag synes mangelfuld.

Mange ressortministerier beskæftiger sig i dag med emner, der er væsentlige for pengepolitikken. Udover de to økonomiske ministerier, finansministeriet med sit budgetdepartement og økonomiministeriet med regeringens økonomiske sekretariat, har især industriministeriet (valutalovgivning og tilsyn med finansielle institutioner), boligministeriet (tilsyn med realkreditinstitutter) og skatte- og afgiftsministeriet (skatteregler for kapitalafkast, renteudgifter m.m.) andel i beslutninger, der på væsentlig måde påvirker rammerne for og virkningerne af dansk pengepolitik. Det er klart, at en så stor kreds af deltagende ministre og embedsmænd potentielt kan give anledning til manglende koordination, og der er næppe andet at sige hertil, end at strukturen stiller særlige krav til regeringsmedlemmers og embedsmænds evne til at samarbejde og orientere gensidigt i tilstrækkelig grad til at undgå åbenlyst uhensigtsmæssige virkninger. Det synes da også at være lykkedes rimeligt godt inden for det pengepo-

litiske område i bred forstand.⁷⁸⁾

*Tilsynsbe-
føjelser til
national-
banken ?*

21. Der er dog måske et par områder, hvor man med nogen ret kunne spørge, om kompetencen er placeret naturligt, og om en flytning heraf ville give et mere velfungerende finansielt system. Det vedrører tilsynsopgaverne i den finansielle sektor og valutalovgivningen.

Tilsynsmyndigheden over for pengeinstitutter og andre finansielle institutioner henhører som nævnt for størstedelen under industriministeriet, hvor det udøves af Tilsynet for Banker og Sparekasser og Forsikringstilsynet, mens en mindre del, tilsyn med realkreditinstitutterne, udøves af boligministeriet. Det kan utvivlsomt især begrundes historisk, at disse beføjelser ligger spredt, og at de overhovedet ligger, hvor de gør. Det er normalt i de fleste større lande, at centralbanken udøver størstedelen af tilsynsopgaverne i den finansielle sektor, og også nye regler går i denne retning, bl.a. i Storbritannien. Det kan forekomme bekymrende, at nationalbanken her i landet er uden tættere føling med størstedelen af pengeinstitutternes virksomhed, som den alligevel på afgørende måde må indblandes i som den endelige kilde til likviditet i en kritisk situation ("lender of last resort"), jfr. eksempelvis redningsaktionen for Kronebanken. Der er ikke nogen præcis overgang mellem likviditets- og soliditetsproblemer i den finansielle sektor, hvilket kunne tale for at samle tilsynsopgaver hos den pengepolitiske myndighed. For dette taler også, at internationaliseringen af bankvæsenet har placeret centralbanken i en nøgleposition, hvad angår rapportering om international långivning og ansvarsfordeling i tilfælde af likviditets- og solvenskriser.

78. Politisk-økonomisk udvalg nævner selv i sin beretning et formodet eksempel på manglende koordination, nemlig at afkastet af udenlandske aktier, da aktiehandelen blev liberaliseret, kom med ind under fritagelserne for realrentebeskatningen. Dette er dog næppe noget helt oplagt eksempel på manglende koordination. Det var måske fra starten ikke rationelt at begrænse afgiftsgrundlaget til afkastet af danske nominelle obligationer og bl.a. fritage aktier. Givet, at danske aktier ønskedes holdt uden for realrentebeskatningen, ville det imidlertid ikke have været fornuftigt at inddrage udenlandske aktier derunder og således underkaste afkastet af udenlandske aktier en skrapere beskatning end afkastet af tilsvarende danske papirer, jvf. at et af formålene med liberaliseringen af aktiehandelen var at integrere det danske marked tættere med det internationale for at sikre en mere pålidelig vurdering af danske virksomheders værdi.

Der ligger ikke i de ovennævnte betragtninger nogen form for kritik af de eksisterende danske tilsynsregler - de er faktisk i international sammenligning usædvanligt skrappe, især hvad angår egenkapitalkrav eller af den måde, hvorpå de eksisterende tilsyn udøver deres beføjelser. Udgangspunktet er alene, at det er naturligt at se opgaverne i sammenhæng med pengepolitikken fremfor at henlægge dem til - ovenikøbet forskellige - erhvervsministerier.

Flytning af valutamyndigheden ?

22. Også for valutabestemmelsernes vedkommende må man sige, at det især skyldes et levn fra 1930'ernes og den første efterkrigsperiode, at ansvaret for denne lovgivning ligger i industriministeriet, om end det i praksis er nationalbanken, der udøver beføjelserne og - i tæt samarbejde med de økonomiske ministre - gennemfører ændringer i administrationen af reglerne, jvf. i øvrigt beskrivelsen i kapitel II. Ansvaret for valutalogvgivningen er et så centralt anliggende i den økonomiske politik, at det bør ligge i de økonomiske ministerier. For øvrigt er det usædvanligt, at så betydningsfulde og potentielt vidtrækkende ændringer af valutabekendtgørelsen, som dem, der er sket over de senere år, betragtes som et rent administrativt anliggende, alene med en orientering af folketingets valutaudvalg. Sammenlignet med rækkevidden af mange spørgsmål, der lægger stort beslag på folketingets tid, er ændringer i valutareglerne kvalitativt i en helt anden kategori med hensyn til deres samfundsmæssige betydning. Ved lerpelse af reglerne, som der her har været tale om, synes det ikke at være behæftet med alvorlige betænkeligheder at lægge op til et mere åbent forarbejde, jfr. iøvrigt nedenfor om formerne for orientering af folketinget og offentligheden.

VII.3 Nationalbankens informationsopgaver over for folketing og offentlighed

Beslutningsprocessen i Danmark meget lukket

23. Det er en konsekvens af det tætte og uformelle samarbejde mellem regering og nationalbank, at beslutningsprocessen i pengepolitikken i Danmark forekommer "lukket" i højere grad, end det kendes i mange andre lande. Beslutningerne træffes - og må nødvendigvis træffes - i snævre kredse, men det kunne med nogen ret hævdes, at det er blevet

unødvendigt vanskeligt for den interesserede offentlighed, herunder folketinget, at holde sig orienteret om baggrunden for beslutningerne. Nogle centralbanker offentliggør udførligt materiale om de økonomiske prognoser, på hvilke deres pengepolitiske beslutninger er truffet, og om den diskussion, der er gået forud for beslutningerne. Andre meddeler sig detaljeret til offentligheden gennem deres publikationer med vurderinger af erfaringerne med hidtidigt anvendte instrumenter og af hensigtsmæssigheden af en alternativ strategi. I Danmark offentliggøres notater og udtalelser fra nationalbanken til regeringen som regel ikke, omend det undertiden sker i form af bilag til den efterfølgende årsberetning for det pågældende år. Nationalbankdirektøren og andre fra bankens ledelse holder indlæg ved årsmøder i den finansielle sektor og deltager ved mere uregelmæssige lejligheder i den offentlige debat, men disse indlæg har ofte et meget aktuelt præg og handler typisk om den almindelige økonomiske situation; de er ikke et substitut for en mere regelmæssig og systematisk orientering om pengepolitiske problemstillinger og overvejelser. Det synes, som om nationalbanken har opfattet sin rådgivning til regeringen som mere virkningsfuld, jo mere den blev reserveret for den snævre kreds, med hvilken man i bankens ledelse har regelmæssig kontakt - et synspunkt, man ikke har haft svært ved at vinde sympati for hos den til enhver tid siddende regering. Om rigtigheden af dette synspunkt er det svært at skønne for udenforstående; men at den pengepolitiske debat og forståelse har tabt noget herved kan næppe bestrides.

*Vigtige bidrag
til statistik
og økonomisk
forskning...*

24. Nationalbankens bidrag til den danske statistikproduktion - især materiale om betalingerne mellem Danmark og udlandet, oversigter over anvendte fakturerings- og betalingsvalutaer og skøn over dele af tjenestebalancen og kapitalbevægelserne - er af høj kvalitet. Det samme gælder bankens bidrag til økonomisk forskning omkring en udvidet finansiel sektormodel for Danmark (NATAN) og til udviklingen af et kortsigtet konjunkturvurderingsapparat i form af et kvartalsvis nationalregnskabssystem (NARES). Men bankens årsberetninger er primært af beskrivende karakter og går typisk ikke ind på mere principielle overvejelser i forbindelse med de gennemførte foranstaltninger og valget mellem disse og mulige alternativer. De tiltagende bindinger på

*... men
sparsom be-
lysning af
politikken*

*Voksende kløft
mellem infor-
mationsniveau
og informa-
tionsbehov*

*Den politiske
repræsentation
i bankens
bestyrelse
og repræsen-
tantskab*

den danske renteutvikling som følge af valutasamarbejdet og den voksende finansielle åbenhed er ikke blevet beskrevet systematisk og vurderet. Bankens kvartalskrift blev for nogle år siden - som en beskeden gestus efter at regering og nationalbank i 1979 havde afvist et forslag fra Det radikale Venstre om nedsættelse af en pengepolitisk kommission - udvidet med nogle siders indledende kommentarer om den internationale og den danske økonomiske situation og de aktuelle pengepolitiske problemer. Selv om disse korte indlæg ofte citeres i den offentlige debat, er der igen tale om en relativt sparsom orientering. Der publiceres ikke i kvartalskriftet og kun helt undtagelsesvist andetsteds analyser og udredninger fra bankens medarbejdere, således som det er tilfældet i de fleste andre centralbanker.

Alt i alt forekommer det, at informationsvirksomheden omkring dansk penge- og valutapolitik ikke helt er fulgt med udviklingen i udlandet eller med virksomheden på andre forvaltningsområder, jfr. f.eks. budgetdepartementets finans- og budgetredegyrelser og småtrykserie samt monopoltilsynets meddelelser og rapporter. Denne relative lukkethed går videre, end hensynet til fortrolighedskrav m.m. tilsiger (jfr. vurderingen af argumentationen for en uafhængig centralbank ovenfor). Der er et misforhold mellem betydningen af i hvert fald de mere strategiske beslutninger samt udviklingstendenserne heri og den politiske og offentlige debat om disse emner. Det er i denne sammenhæng væsentligt, at også politikere, der ikke er i regeringsposition, har den fornødne information til at kunne forstå og vurdere de langsigtede linier i og konsekvenser af den førte politik. Informationsbehovet er vokset gennem den i denne rapport så ofte omtalte forstærkelse af den internationale dimension i pengepolitikken og den reelle kompetenceforskydning i retning af udenlandske finansielle markeder og beslutningstagere.

25. Det kan mod denne kritik af nationalbankens varetagelse af sine informationsmæssige opgaver specielt i relation til folketinget, og dermed til politikere uden for regeringens kreds, indvendes, dels at nationalbankloven foreskriver repræsentation fra en bred kreds af folketingets partier i bankens repræsentantskab, dels at to førende folketingspolitikere - een repræsentant for det største regeringsparti og een

for det største oppositionsparti - til enhver tid har sæde i bankens bestyrelse. Ved de kvartalsvise, henholdsvis månedlige møder i disse organer giver bankens direktion en fyldig mundtlig orientering, ligesom der er lejlighed til at stille spørgsmål. Det ligger i sagens natur, at der ikke i så bredt sammensatte forsamlinger⁷⁹⁾ kan udleveres egentlig fortrolige oplysninger eller diskuteres kommende pengepolitiske beslutninger, selv om medlemmerne er pålagt tavshedspligt ifølge bankens reglement. Det sker da heller ikke i tilsvarende organer i andre centralbanker; disse har overvejende tilsynsmæssige opgaver. Møderne i nationalbankens bestyrelse og repræsentantskab tjener - ud over nogle administrative funktioner - det dobbelte formål at give deltagerne en bred, aktuel pengepolitisk orientering og at give bankens direktion impulser og reaktioner fra en noget bredere kreds end de regeringspolitikere, embedsmænd og repræsentanter for den finansielle sektor, som den har jævnlig kontakt til. Der er ikke, formandskabet bekendt, rejst offentlig kritik af form og indhold for de to organers møder, herunder deres reelt perifere stilling i forhold til den pengepolitiske beslutningsproces.

*Folketingets
spørgevirk-
somhed*

26. Man kunne spørge, om den omfattende praksis med spørgsmål stillet under udvalgsarbejde i folketinget eller direkte i salen af enkelte medlemmer ikke giver en sådan adgang til at skaffe sig supplerende oplysninger også om penge- og valutapolitik, at behovet for yderligere informering af politikere uden for regeringens kreds derved er opfyldt. Det må imidlertid erindres, at svar til folketingsudvalg efter dansk praksis gives af en ansvarlig minister. Et pengepolitisk svar vil således enten være signeret af økonomiministeren eller (undertiden) af finansministeren, hvis det vedrører samspillet med finans- og statsgældspolitik. Normalt

79. Repræsentantskabet består af 25 medlemmer. Heraf er 8 folketingsmedlemmer valgt, af folketinget ved forholdstalsvalg. To medlemmer, som skal have henholdsvis nationaløkonomisk og juridisk uddannelse, udnævnes af den kgl. bankkommissær. 15 medlemmer, som skal repræsentere erhvervene og deres ansatte og tillige skal repræsentere de forskellige landsdele, vælges af repræsentantskabet selv ved selvsupplering. Disse må ikke være medlemmer af folketinget. - Bestyrelsen består af de to af den kgl. bankkommissær udpegede repræsentantskabsmedlemmer som fødte medlemmer samt fem medlemmer valgt af os blandt repræsentantskabet. Bestyrelsen vælger selv sin formand og næstformand, men valgene skal godkendes af den kgl. bankkommissær.

vil den pågældende minister lade sine embedsmænd koordinere sin besvarelse med nationalbankens synspunkter ved at bede om et udkast til svaret eller en del heraf i banken. Undertiden fremsendes materiale fra banken til folketingsudvalg med ministerens tilkendegivelse af enighed i de fremførte synspunkter.

Formandskabet har gennem velvillig bistand fra banken haft lejlighed til at gennemse en ret omfattende samling af spørgsmål fra folketinget med relation til pengepolitik og svarene herpå. Der lægges uden nogen tvivl en stor arbejdsindsats i at udarbejde fyldige og sagligt forsvarlige svar på disse spørgsmål både i banken og i de økonomiske ministerier, men det ville føles naturligt og bedre trit med den faktiske indflydelse, nationalbanken har i penge- og valutapolitikken, om der var adgang til direkte at indhente bankens egne synspunkter skriftligt og diskutere dem med repræsentanter for banken.

*Parlaments-
høringer i
udlandet*

27. I nogle andre lande har der i de senere år udviklet sig en praksis, som giver en mere eller mindre regelmæssig lejlighed til meningsudveksling mellem parlament og centralbank. Stærkest er traditionen for og interessen omkring en sådan meningsudveksling i USA, hvor specialudvalg i kongressens to kamre (Banking Committees of US Senate, henholdsvis House of Representatives) halvårligt har en diskussion med formanden for guvernørkomiteen i Federal Reserve System på basis af et længere skriftligt oplæg om det kommende års pengepolitiske hovedretningslinier. Denne praksis med parlamentarisk dialog om pengepolitikken er måske særlig naturlig i USA, hvor centralbanklovgivningen (fra 1913) stærkere end andetsteds understreger uafhængighed over for regering og præsident og ansvar over for de valgte parlamentariske forsamlinger. Det var dog først i 1975, at kongressens to kamre gennem en fælles vedtagelse instituerede de regelmæssige høringer, en praksis, der blev indføjet i Federal Reserve Act ved en lovrevision i 1978. De halvårlige høringer omfatter såvel mere strategiske overvejelser som de pengepolitiske mål for det kommende år.

I UK, hvor Bank of England's stilling er præget af væsentligt

snævrere spillerum for selvstændighed, end tilfældet er i USA og i mange kontinentaleuropæiske lande, har den stærkere afhængighed ikke stillet sig i vejen for en aktiv deltagelse fra direktionsmedlemmer og andre medarbejdere i høringer om mere langsigtede penge- og valutapolitiske emner, arrangeret af specialudvalg i underhuset og i overhuset. Især har denne kontakt udviklet sig, siden underhuset i 1979 etablerede et specialudvalg for økonomisk politik (Treasury and Civil Service Committee), som har gennemført undersøgelser af principielle emner som pengepolitik efter normtal og sterlings deltagelse i EMS. Hertil har Bank of England bidraget, skriftligt og mundtligt, på linie med finansministeriet og indbudte institutioner og individuelle sagkyndige.

*Vurderingerne
af denne
praksis*

28. Erfaringerne med direkte kontakt mellem parlamentsudvalg og centralbank er vanskelige at sammenfatte kort, og de vurderes ikke ens af alle iagttagere. Der kan dog næppe være tvivl om to konklusioner: kontakten har været en betydelig udfordring for begge parter, samtidig med, at den har bragt meningsforskelle mellem regering og centralbank klarere frem.

Udfordringen har været størst for de respektive parlamentsudvalg. Det har krævet et omfattende forberedende arbejde i forbindelse med høringerne at kunne stille principielle kritiske spørgsmål og at undgå at blive løbet over ende af centralbankens nødvendigvis mere omfattende tekniske ekspertise. I USA's kongres er der undertiden rejst kritik af Federal Reserve for at lægge røgslør ud ved at anvende flere pengepolitiske måltal samtidig og ændre definitionerne, således at ansvaret for at overvåge de pengepolitiske dispositioner var svært at håndhæve. Lignende synspunkter er fornylig blevet hørt i UK, hvor de pengepolitiske myndigheder også har vist en tilbøjelighed til at forskyde hovedopmærksomheden til et nyt normtal. I et vist omfang er meningsudvekslinger af denne teknisk set uundgåelige art utvivlsomt frustrerende for parlamentsmedlemmerne, men efterhånden som begge parter har indstillet sig på, at høringerne overvejende bør dreje sig om hovedlinier i pengepolitikken og dens samspil med andre former for økonomisk politik, synes de at have vundet bredere tilslutning som en potentielt konstruktiv form for politisk debat om pengepolitikken.

Risikoen for, at en mere direkte kontakt mellem centralbanken og parlamentet vil komplicere samarbejdet mellem regering og centralbank ved at sætte søgelyset på større eller mindre meningsforskelle mellem disse to direkte ansvarlige for den økonomiske politik, er klart til stede i lyset af de udenlandske erfaringer. Parlamentsmedlemmer, der er kritiske over for den siddende regering, får en mulighed for at spille centralbankens autoritet ud mod regeringens (som det eksempelvis er sket i den britiske debat om valutakurspolitik) eller for at gøre fælles front med denne over for en upopulær pengepolitik (som det eksempelvis er sket i den amerikanske debat i perioder, hvor renten har været særlig høj eller stigende). Der kan næppe findes eksempler på, at de nævnte høringer har resulteret i konkrete pengepolitiske beslutninger eller i revisioner af sådanne; men der synes ikke at være tvivl om, at ønsker man en mere aktiv parlamentarisk deltagelse i den pengepolitiske debat, er høringsformen en konstruktiv vej.

*Ikke ukritisk
omplantning
til Danmark*

29. Der er dog et par grunde til i Danmark kritisk at overveje, om den britisk/amerikanske fremgangsmåde kan efterlignes. For det første er det et hovedtema i nærværende rapport, at der er en langt mere begrænset autonomi i et lille land som Danmark end i et mellemstort som UK - for slet ikke at tale om USA. Jo mere den pengepolitiske handlefrihed er begrænset og centralbankens opgaver bundne, desto mindre interessant bliver det formentlig at udøve en form for parlamentarisk kontrol med de kortsigtede pengepolitiske dispositioner. Måske ville det være mere præcist udtrykt, at en eventuel direkte kontakt her i landet mellem et folketingsudvalg og nationalbanken mere ville få karakter af en meningsudveksling om karakteren af vor udlandsafhængighed og mere langsigtede, strukturelle emner af den type, som er rejst i nærværende rapport, end om kortsigtede spørgsmål om pengepolitisk teknik eller strategi.

For det andet må det erindres, at folketingsdeltagelse i den pengepolitiske debat, også med begrænsninger i emnevalget af ovennævnte karakter, ville kræve ressourcer i form af sekretariats- og ekspertbistand, jfr. de velforberejdede høringer og fyldige udvalgsrapporter i UK og USA. Folketinget har i international sammenligning begrænset bistand af den-

ne art i sine forsøg på at foretage en kritisk og selvstændig vurdering af lovgivningsinitiativer og økonomisk-politiske analyser forberedt af regering og centraladministration. Dette problem ville være føleligt på et relativt teknisk emneområde som penge- og valutapolitik; at man trods alt i de angelsaksiske lande har kunnet yde et modspil, skyldes måske også, at der blandt parlamentsmedlemmerne i disse lande lettere har kunnet findes udvalgsmedlemmer med en erhvervs- og uddannelsesmæssig baggrund i den finansielle sektor i bred forstand.

*Det politiske
hovedspørgs-
mål*

30. Afgørende for vurderingen af ønskeligheden af en mere direkte kontakt mellem nationalbank og folketing end den, der i dag foregår gennem de politiske partiers udpegning af medlemmer til bankens repræsentantskab (og dermed indirekte til dens bestyrelse) er i sidste instans, om man anser nationalbankens ønskelige rolle som begrænset til at være en ekspertfunktion over for regeringen, der i de fleste henseender minder om centraladministrationen og dermed også indebærer en særlig loyalitetsforpligtelse over for den til enhver tid siddende regering, eller om man anser banken for at indtage en sådan særstilling inden for den offentlige forvaltning i henseende til politisk kontinuitet og uafhængighed af regeringen, at dens mere udadvendte rådgivningsfunktion bør markeres og opprioriteres.

Når der ovenfor er gjort relativt meget ud af behovet for en mere aktiv og systematisk information om pengeog valutapolitiske emner og af udenlandske erfaringer med direkte kontakt mellem centralbank og parlament, ligger der ikke nødvendigvis heri, at formandskabet tilslutter sig den anden hovedopfattelse, men nok, at man finder den underrepræsenteret i den danske debat om den institutionelle struktur. Formandskabet har ikke den juridiske og forvaltningsmæssige sagkundskab til at skitsere nærmere, hvorledes den nævnte kontakt skulle etableres, og hvilke problemer med hensyn til præcedensskabelse for folketingets mulighed for at oprette kontakt til forvaltningsorganer uden om den ansvarlige minister, en sådan ordning ville skabe. I første omgang må der i debatten søges en afklaring af holdningen blandt de politiske partier til den understregning af en af regeringen mere uafhængig stilling for nationalbanken (nok

med en ledsagende risiko for øget politisk konflikt og "drilleri"), som konstruktionen ville indebære. Først og fremmest må selvsagt de folketingsmedlemmer, som er udpeget til at repræsentere de politiske partier i bankens formelt øverste organ, repræsentantskabet, overveje, om den nuværende kontakt, hvis den findes utilstrækkelig, burde udbygges med mindre vidtgående ændringer end de her diskuterede.

Vurdering i et EF-perspektiv

31. Som nærmere uddybet i kapitel VIII kan der tænkes at ske en udvikling i EMS i retning af en egentlig formaliseret valutaunion inden for en ikke særlig fjern fremtid. Det lønner sig dog ikke i nærværende rapport at gå nærmere ind på formerne for det fremtidige monetære samarbejde mellem EMS-landene. Det nuværende EMS-samarbejde har som bekendt ikke karakter af en overnational pengepolitik, idet fællesorganerne ikke har kompetence til at træffe bindende afgørelser med hensyn til medlemslandenes pengepolitik. Der er imidlertid begyndende overnationale elementer, både i spillereglerne for intervention på valutamarkedet og afregning af mellemværender herfra, i den fælles karakter af beslutninger om centralkursændringer og i den foreløbige sammenlægning af dele af valutaeserverne. På baggrund af den i kapital I omtalte, væsentligt bedre overensstemmelse mellem økonomisk udvikling og politik i medlemslandene i de senere år end i samarbejdets tidlige fase (1979-82) synes det meget vel tænkeligt, at der vil kunne opnås tilslutning hos en betydelig kreds af EMS-lande til en udbygning af dette samarbejde i mere formaliseret og institutionaliseret retning, selv uden en lignende udvikling i retning af en unionsdannelse på andre områder. Penge- og valutapolitikken har altid været et af de områder i det europæiske samarbejde, hvor de økonomiske og effektivitetsmæssige argumenter for overnational politik har været anset for relativt stærkest. Lægges hovedvægten i de toneangivende lande på lav og stabil pengemængdevækst og lav inflation i forlængelse af de seneste års pengepolitiske tendenser, vil der ikke være samme grund til at afvente integration på andre områder, som hvis målet er at benytte en koordineret pengepolitik som et mere kortsigtet konjunkturpolitisk - og dermed i perioder ekspansivt - instrument.

Der er under alle omstændigheder indikationer for, at et eventuelt fælleseuropæisk centralbanksystem kun vil kunne tænkes udviklet som et system med klar uafhængighed af den mere kortsigtede politiske beslutningsproces i medlemslandene. Hverken centralbanken eller de politiske myndigheder i EF's største medlemsland, Forbundsrepublikken, ville ønske en tæt monetær integration med lande, hvis pengepolitik kunne ændres væsentligt ud fra rent nationale hensyn.

De nationale centralbanker ville under en sådan udvikling få som en hovedfunktion at tage del i de fælles beslutninger og deres udførelse. En sådan proces, som altså i givet fald vil styrke centralbankerne - som deltagere i den mest operationelle del af det europæiske samarbejde - i relation til de nationale regeringer, ville stille yderligere krav til informering af det nationale politiske miljø for at skabe klar politisk og offentlig forståelse for centralbankernes funktioner.⁸⁰⁾

80. Jvf. også flg. citat fra den tidligere omtalte Radcliffe-rapport (s. 273): "What is much more important than any statutory form is that there should be a clear public understanding of the purposes which a central bank exists to serve in that kind of economy, internal and external, which we have outlined in our preceding chapters. Given that understanding there should be no real difficulty in producing or adapting such working relationships between central Government and central bank as are found best suited to the achievement of those purposes".

Kapitel VIII

Nogle politik-orienterede overvejelser og konklusioner

VIII.1 Fastkurspolitik og de økonomisk-politiske manøvre muligheder

*Det nye penge-
politiske
regime*

1. Som det vil være fremgået af de foregående kapitler, indebærer de senere års udvikling i den danske valuta- og pengepolitik temmelig vidtgående ændringer og begrænsninger i pengepolitikens funktionsmåde og påvirkningsmuligheder. Dette understreges ikke mindst af en sammenligning med tidligere perioder, hvor det ofte har været beklaget, at en utilstrækkelig finanspolitik og/eller indkomstpolitik lagde for stor en del af ansvaret for løsning af balanceproblemerne, og specielt for nedbringelse af betalingsbalanceunderskuddet, over på pengepolitikken. Det blev derfor også ofte kritiseret, at denne - i det omfang den overhovedet kunne fungere effektivt på en sådan baggrund kom til at bremse op for specielt investeringerne i større omfang end ønskeligt ud fra hensynet til økonomisk vækst. Samtidig var det et spørgsmål, om pengepolitikken i det hele kunne siges at være et særlig hensigtsmæssigt instrument at anvende i betalingsbalancetilpasningen.

*...forøger
finans- og
indkomstpo-
litikkens
opgaver*

Under de ændrede vilkår med stærkere vægt på stabile valutakurser inden for EMS og liberale valutabestemmelser er opgaven med at nedbringe betalingsbalanceunderskuddet ved samtidig opretholdelse af den størst mulige indenlandske aktivitetsvækst omvendt fuldt ud lagt over til finans- og indkomstpolitikken bortset fra en generel eksportfremmende politik i form af bl.a. forsknings- og uddannelsespolitik og specielle eksportfremmeordninger. Selv om pengepolitikken ikke er helt uden muligheder for at påvirke den interne økonomiske aktivitet og dermed betalingsbalancen via påvirk-

ning af erhvervenes og husholdningernes efterspørgsel m.v., er dens hovedfunktion efterhånden næsten udelukkende blevet påvirkning af omfanget af de internationale kapitalbevægelser til og fra Danmark.

*Mere stabil
renteudvik-
ling i frem-
tiden*

2. Med den stærkere binding til renteutviklingen i udlandet, der er en følge af fastkurspolitikken, liberaliseringen af valutabestemmelserne og den hermed forbundne udvikling på det pengepolitiske område i Danmark, kan der ikke i fremtiden ventes længerevarende udsving i rentespændet til udlandet af samme størrelsesorden som tidligere. Grunden hertil er, at kapitalbevægelserne vil reagere hurtigt og stærkt på renteforskelle, der derfor vil tendere mod at blive udlignet sammen med forskelle i likviditetsforhold m.v. Særlig i en lille åben økonomi som den danske bliver rente- og likviditetsudviklingen under sådanne forhold i høj grad bestemt af markedskræfterne, herunder ikke mindst renteutviklingen i udlandet, og graden af tillid til valutakurserne. Renten bliver derved i tilsvarende grad et sekundært middel i den aktivitetspåvirkende politik. Om dette totalt set fører til en mere stabil rente i Danmark afhænger dog naturligvis bl.a. af den pengepolitik, der føres i de lande, som den danske rente især er blevet stærkere bundet til; der er dog grund til at antage, at også denne faktor vil trække i retning af en mere stabil renteutvikling end i det seneste tiår.

*Færre hand-
lingspara-
metre*

Udviklingen er ensbetydende med, at Danmark har givet afkald på nogle handlingsparametre i den økonomiske politik i fortsættelse af den linie, der har præget den udenrigsøkonomiske udvikling og politik i Danmark siden tidligt i efterkrigstiden. I henseende til pengepolitikens funktionsmåde og graden af autonomi er det berettiget at tale om et tidehverv: et regimeskift, der regionalt har genindført guldfodslignende mekanismer og dermed en højere grad af normbaseret for Danmarks vedkommende valutakursbaseret - politik end kendt i den mellemliggende tid.

*Valutapoli-
tikken det
afgørende*

3. Ved en sammenligning med Norge og Sverige er der grund til at nævne, at selv om disse to lande ikke (så lidt som EF-landene Frankrig og Italien) har gennemført samme høje grad af frihed for kapitalbevægelserne som Danmark, har de dog begge i de senere år taget betydelige skridt i ret-

ning af at integrere deres penge- og kapitalmarkeder med udlandets. Denne udvikling skal også ses i sammenhæng med valutakurspolitikken i Norge og Sverige, hvor kursen for de to valutaer er lagt fast i forhold til hver sin "kurv" af udenlandske valutaer. Den afgørende forskel mellem Danmark på den ene side og Norge og Sverige på den anden side mht. omfanget og karakteren af de økonomisk-politiske valgmuligheder ligger ikke så meget i den noget mindre grad af frihed i kapitalbevægelserne i de to lande og dermed en lidt større pengepolitisk autonomi som i den stærkere valutakursbinding for den danske krone i EMS, specielt efter de senere års stærkere markering af faste kursrelationer.

EMS gået i retning af de facto-valutaunion

Selv om man utvivlsomt endnu ikke har set de sidste valutakursjusteringer i EMS, har der i de sidste to-tre år inden for dette system været en klar tendens til mindsket brug af sådanne justeringer, jfr. de tidligere kapitler. Udviklingen i EMS er herved gået i retning af en de facto-valutaunion. Dette lægger stærkere bånd på valgmulighederne i den økonomiske politik i Danmark såvel som i de øvrige mindre EMS-lande, idet det som fremhævet skaber et pres for konvergens både i den faktiske økonomiske udvikling og i målsætningerne for den økonomiske politik i EMS-landene. Erfaringerne peger samtidig i retning af, at et sådant fastkurs-samarbejde både forudsætter og medvirker til en mere ensartet inflationsudvikling i EMS-landene, hvilket tillige giver tendens til lavere løn- og prisstigningstakt i de små EMS-lande, fordi inflationstakten i Vesttyskland har været relativt lav i en lang årrække.

...selv om der endnu forestår kurstillpasninger

At der trods de nævnte intentioner og erfaringer sikkert endnu i en overgangsperiode forestår kurstillpasninger inden for EMS hænger sammen med tre forhold. For det første er de nuværende samfundsøkonomiske balanceproblemer så forskellige i medlemslandene, at det foreløbig er vanskeligt at forestille sig en konvergerende økonomisk udvikling opretholdt gennem lang tid helt uden kurstillpasninger. For det andet er det i hvert fald indtil videre et spørgsmål, om alle lande kan leve op til en løndisciplin, hvor det er Vesttyskland, der "sætter niveauet". For det tredje er EMS-landenes udenrigshandelsmønster så uensartet, at en given udvikling i verdensøkonomien - herunder den økonomiske væksts for-

deling på lande og varegrupper, valutakursudviklingen udenfor EMS etc. - kan give anledning til ret forskellige vilkår for de enkelte EMS-lande. Bliver disse forskelle meget udtalte, vil valutakurstilpasninger være en mulig udlignende mekanisme. De manøvre muligheder, der ligger heri, må dog anses for begrænsede.

Endnu kun få overnationale elementer i pengepolitikken

4. Med hensyn til selve pengepolitikken kan der være grund til at nævne, at "autonomi-tabet" på det pengepolitiske område ikke hidtil har været ensbetydende med overdragelse af pengepolitiske styringsmuligheder til EF, således som det har været nævnt i debatten. Selv om der er begyndende overnationale elementer i EMS-samarbejdet, jfr. kapitel II og VII, har fællesskabsmyndighederne ingen kompetence til at træffe bindende afgørelser med hensyn til medlemslandenes pengepolitik. Det nationale autonomitab er således ikke blevet kompenseret på det europæiske niveau, hvor pengepolitisk autonomi har større betydning.

...men en monetær union ligger ikke nødvendigvis langt ude i fremtiden

Bl.a. i betragtning af de senere års relativt gunstige erfaringer mht. sammenhængene mellem fastkurspolitik og løn- og prisstigningstakt ligger en udvikling i retning af en egentlig, formaliseret monetær union med videre beslutningskompetence for unionens institutioner dog ikke nødvendigvis langt ude i fremtiden, jfr. også, at den europæiske valutaenhed, ECU'en, i den senere tid har vundet stigende indpas som kontraktenhed i den private sektor. Den manglende opbygning af fællesskabsinstitutioner på området hidtil må dog tages som udtryk for, at der endnu langt fra er tilslutning i alle EMS-lande til en hurtig udvikling i retning af en monetær union.

Fælles centralbanksystem et muligt perspektiv

På længere sigt, dvs. over en tidshorisont på op til en halv snes år, kan der som led i en sådan udvikling blive tale om et fælles centralbanksystem i EF. I givet fald må systemet ventes at få en betydelig uafhængighed af den mere kortsigtede politiske beslutningsproces, herunder konjunkturpolitikken, jfr. kapitel VII.

Ved dansk deltagelse i en sådan udvikling vil nationalbanken få del i de fælles beslutningsprocesser i centralbanksystemet og i overvågningen af deres udførelse. Et sådant mod-

stykke til national pengepolitisk autonomi eksisterer som nævnt ikke i dag. Det skal dog nævnes, at i små lande som Danmark vil selve pengeforsyningen både med og uden valutaunion i det væsentlige være markedsbestemt. Den afgørende forskel ligger som nævnt i den forstærkede valutakursbinding i den fuldt udbyggede valutaunion.

Balanceproblemet i en valutaunion

5. I en sådan union ville betalingsbalanceproblemer for de enkelte deltagende lande ikke længere antage den traditionelle skikkelse. Det ville ikke være mere interessant at opføre en betalingsbalance for Danmark, end det i dag er at opføre en sådan for Jylland eller andre landsdele. Men det reelle balanceproblem vil bestå: vil Danmark være et område i relativt hurtig vækst med en tilfredsstillende beskæftigelsesudvikling, eller vil det være et område i relativ stagnation, fordi man har placeret sig på et indkomst- og omkostningsniveau, der er for højt til at sikre høj ressourceudnyttelse?

Betalingsbalanceudviklingen i mellemtiden : overskudsforløbet

I dette perspektiv er det et hovedproblem i dansk økonomi, om man, inden den gradvise internationale integration har lagt yderligere begrænsninger på de tilbageværende økonomisk-politiske instrumenter, kan få vendt betalingsbalanceudviklingen til overskud, således som det er tilfældet i overskudsforløbet i kapitel VI. Forudsætningerne vedr. den indenlandske økonomiske politik er en lønudvikling, der ligger i underkanten af gennemsnittet for de lande, Danmark konkurrerer med (såvel inden for EMS som udenfor), en udnyttelse af konkurrenceevneforbedringen til øget eksport samt en fastholdelse af en relativt stram finanspolitik. En sådan udvikling vil næppe skabe stærke valutakursspændinger mellem kronen og de øvrige EMS-valutaer, men den indebærer formentlig en fortsat høj arbejdsløshed i de kommende 10 år, jfr. kapitel VI. Under forløbets forudsætninger kan der dog efterhånden blive plads til en vis finanspolitisk lempelse til gavn for beskæftigelsen. Det er samtidig vigtigt at understrege, at beskæftigelsesudviklingen i høj grad kommer til at afhænge af den økonomiske vækst i de øvrige EMS-lande. Fastkurspolitikken øger i så henseende behovet for en koordineret finanspolitik, der er moderat ekspansiv eller i hvert fald mindre aktivitetsdæmpende end i de seneste år. I betragtning af, at flere af landene har betydelige beta-

Behov for koordineret ekspansionsproces i EMS

lingsbalanceoverskud, stor arbejdsløshed og lav inflation, skulle der være basis for en sådan politik.

*Valutapolitisk
dilemma i
underskuds-
forløbet*

Det valutapolitiske dilemma bliver utvivlsomt større under en mere ugunstig udenrigsøkonomisk udvikling som f.eks. den, der ligger bag underskudsforløbet i kapitel VI. Spørgsmålet er, hvilke muligheder der ville foreligge under sådanne omstændigheder. De økonomisk-politiske handlemuligheder uden valutakurstilpasninger består som anført næsten udelukkende af finansog indkomstpolitik, der under de her nævnte omstændigheder vil komme under voldsom belastning. Det må forventes at ville volde store vanskeligheder at bringe den danske lønstigningstakt så meget under det i forvejen beskedne gennemsnitlige niveau i vore konkurrentlande, at indkomstpolitikken alene kan løse et forværret balanceproblem. Finanspolitiske stramninger kan på den ene side nok forskyde balanceproblemets sammensætning i retning af større arbejdsløshed og mindre betalingsbalanceunderskud. På den anden side vil der være en risiko for, at finanspolitiske stramninger underminerer indkomstpolitikken - måske især hvis der er tale om skatteforhøjelser.

Som illustreret ved beregningerne i kapitel VI er dansk økonomi meget sårbar over for ændrede udenrigsøkonomiske vilkår - specielt i de nærmest kommende år. Samtidig er de økonomisk-politiske handlemuligheder med fastholdelse af fastkurspolitikken overordentligt begrænsede, medmindre indkomstpolitikken under indtryk af forværrede balanceproblemer kan bære en fortsættelse af indeværende overenskomstperiodes meget lave lønstigninger. Man må derfor spørge, om der er pengeog valutapolitiske alternativer til fastkurssamarbejdet i EMS.

*Valutapolitiske
alternativer?*

Det er dog meget problematisk, om der findes alternativer med klare og forudsigelige konsekvenser, jfr. diskussionen i kapitel VI. På baggrund af erfaringerne i selv mellemstore lande som UK med flydende valutakurser ville det være harsarderet at lade kronens værdi flyde frit i forbindelse med udtræden af EMS, selv om den var ledsaget af en mindre liberal holdning til kapitalbevægelser end den britiske. Det er næppe heller en realistisk mulighed, at Danmark kunne vinde forståelse i EMS for at knytte kronen til en fra de øvrige

medlemslande afvigende kurv af valutaer, således som Norge og Sverige har gjort, endsiges for at indgå et mere formaliseret valutasamarbejde med lande uden for EF. I givet fald ville sådanne skridt derfor forudsætte udtræden af EMS med mulige store økonomiske og politiske omkostninger til følge.

*Konklusion
vedrørende
valutapolitikken*

Tilbage står således reelt alene muligheden for inden for EMS at søge den oven for nævnte adgang til sjældne kursjusteringer opretholdt og i en konkret situation som i underskudsforløbet at vinde forståelse hos de andre deltagerlande for, at en tilpasning af kronen er motiveret af fundamental uligevægt. I betragtning af, at det skitserede ugunstige forløb for den danske økonomi er præget af tendenser, der også vil blive følt som ugunstige i de andre EMS-lande, skal man dog ikke have forestillinger om, at det vil være let at overbevise disse om, at et medlemsland skal have væsentlige eller flere justeringer. I en sådan situation kan der også tænkes at blive stillet krav til det initiativtagende lands økonomiske politik.

*Øget sårbarhed
ved frie kapitalbevægelser*

6. Det er et generelt problem for åbne økonomier med relativt fri kapitalbevægelighed, at større "stød" til det økonomiske system som f.eks. international politisk uro eller direkte krigslignende begivenheder, olie- og råvareprishock etc. giver voldsommere effekter end i et system af mere lukkede økonomikredse. For så vidt forudsætter en finansielt meget åben verden en koordineret international politik omfattende både Nordamerika, Europa og Japan til afbalancering af sådanne stød, hvilket der i dag kun findes svage elementer af. - I denne forbindelse kan nævnes, at da et tilsvarende internationalt åbent system som det, der nu er under dannelse, nemlig guldfodssystemet, i 1920'erne kom ud for sådanne stød med deraf følgende kraftige kapitalbevægelser, brød systemet sammen, jfr. kapitel VII.

*...kan føre til
protektionisme*

I de senere år har der været flere tegn på, at handelshindringer kan tænkes at ville blive brugt som led i den økonomiske politik med henblik på at påvirke udenrigshandelen direkte uden ændringer i omkostningsudvikling eller valutakurs. En sådan udvikling indebærer en klar risiko for, at de økonomiske gevinster, der er opnået gennem årtiers handelsliberali-

sering, påny sættes over styr.

VIII.2 Betydningen af frie kapitalbevægelser

Omstridte argumenter for frie kapitalbevægelser

7. Medens der findes en række kendte og alment accepterede argumenter for at tilstræbe den størst mulige frihed for varebevægelser og langfristede kapitalbevægelser - direkte investeringer -, er de økonomiske argumenter for fuld liberalisering af rent finansielle transaktioner mere omstridte. Dette skyldes, at såvel konsekvenserne for den økonomiske politik som de effektivitetsmæssige effekter er vanskelige at afveje; de førstnævnte diskuteres i det følgende, mens effektivitetsaspektet behandles i afsnit 13 nedenfor.

Som nævnt i de indledende kapitler er liberaliseringen af kapitalbevægelserne blevet prioriteret lavere end handelsliberaliseringerne i det internationale samarbejde. Globalt såvel som inden for EF gennemførtes den først i tilnærmelsesvis fuldt omfang på et relativt sent tidspunkt; afviklingen af tilbageværende restriktioner kom eksempelvis i U.S.A. først i 1974 og i UK i 1979. I den valutarisk meget urolige periode i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, er det som nævnt blevet påpeget, at kombinationen af meget frie kapitalbevægelser og divergerende økonomisk politik i de større lande skabte så store udsving i valutakurserne, at den frie internationale handel er blevet bragt i fare gennem protektionistiske indgreb i de lande, som føler deres konkurrenceudsatte sektor truet af en overvurderet valuta. Et mere begrænset omfang af de rent finansielle transaktioner kunne nok isoleret betragtet have dæmpet korttidsfluktuationerne mellem dollaren og andre hovedvalutaer noget.

Risiko for store valutakursudsving

Den refererede kritiske holdning til fuld liberalisering af finansielle transaktioner er især af relevans for de større lande med flydende valutakurs, herunder for gruppen af EMS-lande som helhed. Der har imidlertid hverken været praktiske muligheder for at diskriminere mellem forskellige "udlande" på det finansielle område eller noget bredt politisk ønske blandt EMS-landene om at skabe fælleseuropæiske be-

*Katalysator
for konver-
genspolitik*

grænsninger i kapitalmobiliteten over for tredielande, især U.S.A. For det enkelte EMS-medlemsland - og det gælder især for de mindre som Danmark - er problemstillingen en anden. Her kan liberaliseringen af de finansielle transaktioner ses som en logisk følge af eller komplementær til bestræbelserne på at gøre valutakursændringer til et fællesanliggende - og til en sjældenhed. Fjernelsen af valutarestriktioner underbygger disse bestræbelser ved at bidrage til mere ensartede virkninger i medlemslandene af finansielle forstyrrelser udefra og ved at styrke troværdigheden i fastkurspolitikken. Man kan sige, at liberale valutabestemmelser i så henseende virker som katalysator for konvergens i den økonomiske politik.

*Dansk rentefald
i kølvandet af
liberalise-
ringen*

8. I kølvandet af valutoliberaliseringerne og den øgede tillid til faste kursrelationer har Danmark fået et meget betydeligt rentefald. For første gang i nyere historie har det vist sig muligt at få en kraftig pengepolitisk lempelse, uden at dette har bragt valutareserven i fare. Reserverne er endog forøget kraftigt som følge af, at den private nettokapitalimport langt har oversteget summen af det løbende betalingsbalanceunderskud og periodevise tilbagebetalinger af offentlig udlandsgæld.

Kontrasten til tidligere perioder med overnormal vækst i pengemængden og rentefald i forhold til udlandet, især 1968-69 og 1975-76, er foreløbig slående. Ved disse tidligere lejligheder lempedes pengepolitikken gennem de indlandske likviditetspåvirkende faktorer; men politikken måtte efter nogen tid igen strammes som følge af valutaudstrømning gennem både en svækkelse af den løbende betalingsbalance og privat kapitaleksport. Autonomien viste sig altså ved disse lejligheder at være stærkt tidsbegrænset. Spørgsmålet er derfor, dels om rentefaldet kunne være realiseret uden de ændrede valutabestemmelser (jfr. den tidligere debat om, at Danmark burde have søgt at sænke det daværende meget høje renteniveau gennem kvantitative reguleringer af kreditmarkederne efter svensk og norsk forbillede), dels om der er en risiko for gentagelse af tidligere perioders erfaringer.

Rentefald også muligt uden de yderligere liberaliseringer

9. Det væsentligste problem ved at realisere en ud fra indenrigsøkonomiske forhold ønsket rentesækning er opretholdelse af valutaeserverne. Groft taget er der tre muligheder for at sikre den fornødne kapitalimport: offentlig udlandslåntagning, private virksomheders låneoptagelse i udlandet samt udlændinges køb af danske fordringer. I slutningen af 70'erne blev vægten forskudt fra privat udlandslåntagning i retning af større offentlig låntagning, mens valutabestemmelserne har bevirket, at udlændinges køb af danske fordringer trods det høje renteniveau indtil 1983 spillede en ganske underordnet rolle.

Mulighederne for et forstærket dansk rentefald bestod i 1983 i - ud over den plads, der var skabt af fastkurspolitikken og det internationale rentefald - enten at øge den offentlige låntagning yderligere, idet et rentefald kunne føre til en stærk nedgang i den private låntagning, eller at åbne for udlændinges adgang til de danske finansielle markeder. Som en tredje mulighed kunne man have forestillet sig f.eks. skattemæssige incitamenter, der kunne have kompenseret for indsnævringen af renteforskellene, således at den private sektors udlandslåntagning kunne have været opretholdt ad den vej.

Det er vanskeligt at vurdere, i hvilket omfang det havde været muligt at opnå et rentefald uden valutoliberaliseringerne. Der er grund til at formode, at den offentlige låntagning i udlandet under fastkurspolitik godt kunne have været en del større i de seneste år, uden at dette afgørende ville have påvirket Danmarks kreditværdighed. Forudsat, at valutabestemmelserne giver tilstrækkeligt effektive barrierer mod dansk kapitaleksport, kunne der derfor formentlig også være opnået et rentefald ad den vej. Det er imidlertid tvivlsomt, om renten varigt kunne være nedbragt til det nuværende niveau, bl.a. fordi stramme valutabestemmelser og stor offentlig låneoptagelse ikke ville være blevet opfattet som nogen helhjertet satsning på den erklærede fastkurspolitik. På den anden side er de samfundsøkonomiske virkninger af et rentefald ifølge beregningerne i kapitel VI ret begrænsede og dermed formentlig mindre betydningsfulde, end det normalt antages.

Hvor varigt er rentefaldet?

10. Mulighederne for fremover at fastholde et meget mindre rentespænd over for udlandet end tidligere vil afhænge af en række forhold. På den ene side må man hæfte sig ved, at rentefald og likviditetsudvidelse denne gang især er fremkommet som en markedsmæssig reaktion på en strammere finans- og indkomstpolitik i kombination med fastkurspolitik og liberalisering af valutabestemmelserne og kun i mindre omfang gennem de indenlandske kilder til pengeskabelse jfr. kapitel IV. Det må også trække i retning af at betegne det seneste rentefald som kvalitativt forskelligt fra de tidligere, at det til dels er fremkaldt af valutaudlændinge, som først fra 1983 i stort omfang har benyttet mulighederne for at øge deres placeringer i kroneaktiver. Der er for en dels vedkommende tale om institutionelle investorer som pensionsfonde m.v. i udlandet, hvis placeringer i danske værdipapirer må antages at være af langfristet art og mindre følsomme over for kortsigtede ændringer i den danske økonomi og likviditetsudvikling end den danske valutaudlændinges låntagning i udlandet. Den investorkreds, der interesserer sig for danske obligationer, er endvidere fortsat under opbygning, hvorfor kapitaltilstrømningen kan være nogen tid endnu, selv med reduceret rentespænd. På den anden side er en del af obligationerne placeret hos professionelle investorer, som i givet fald vil kunne handle hurtigt, hvis de skønner det hensigtsmæssigt at ændre placeringernes valutariske sammensætning. Skulle der opstå en mere grundlæggende tvivl om den danske økonomis tilpasningsevne og forventninger om større kursjusteringer, vil man uden tvivl se denne handlekraft manifestere sig. Det er bl.a. herved, man kan sige, at valutoliberaliseringen begrænser mulighederne for større økonomisk-politiske ændringer, herunder ændringer som de finansielle markeder betragter som en udfordring.

Obligationer på udenlandske hænder kan hurtigt vende tilbage

Men bedre afværgemuligheder end tidligere

Der er imidlertid i dag bedre muligheder for at afværge spekulation mod kronen gennem en kombination af træk på valutareserven og midlertidige renteforhøjelser end i de tidligere perioder med stor indenlandsk likviditet. Valutareserven er større end tidligere, og renteforhøjelser vil - forudsat der ikke opstår stærke og vedvarende devaluering forventninger - være et effektivt instrument til at fastholde placeringer i danske værdipapirer og skabe tilskyndelse til ny kapi-

talimport. Brug af valutareserven og midlertidige rentestigninger kan naturligvis ikke være et substitut for finans- og indkomspolitik, men det er muligt ad denne vej at vinde tid til gennemførelse af ændringer i den økonomiske politik. For at vinde tid i en akut situation er en bemyndigelse til en midlertidig deliberalisering også hensigtsmæssig.

Behov for nye institutioner efter regimeskiftet

11. På kort sigt har liberaliseringerne af valutabestemmelserne altså været et temmeligt effektivt instrument i pengepolitikken med hensyn til at indsnævre renteforskellene mellem Danmark og udlandet. På længere sigt vil liberaliseringerne til gengæld som påpeget flere gange i rapporten indskrænke mulighederne for at anvende renten som led i den økonomiske politik. De overordnede konsekvenser heraf for manøvrer mulighederne i den økonomiske politik er diskuteret oven for. Mere specifikt kan der endvidere være grund til at pege på andre muligheder for at påvirke den indenlandske efterspørgselssammensætning.

Variable afskrivningsregler?

Som instrument til påvirkning af den indenlandske aktivitetsudvikling har renteændringer især haft betydning gennem påvirkning af investeringsaktiviteten. Det er derfor især her, man kan komme til at savne instrumenter i stabiliseringspolitikken efter regimeskiftet i pengepolitikken. Variable skattemæssige afskrivningsregler, konjunkturbetingede regler for henlæggelser til og brug af investeringsfonde eller tilsvarende ordninger kan under disse forhold komme på tale som middel til stabilisering af investeringsaktiviteten, navnlig for så vidt angår driftsmidler.

Et af de senere års mest markante træk i den økonomiske udvikling herhjemme har været den stærke investeringsstigning, der umiddelbart også har været den stærkeste virkende faktor bag stigningen i betalingsbalanceunderskuddet. Selv om investeringsstigningen i sig selv har været meget ønskelig, kunne noget tale for at overveje andre instrumenter end de pengepolitiske til at bidrage til en roligere takt i investeringsudviklingen i de kommende år.

Indførelse af f.eks. variable afskrivningsregler ville give et nyt og lidet påskønnet usikkerhedsmoment for virksomhederne. Men som fremhævet må spørgsmålet vurderes i sam-

menhæng med den ændrede kreditpolitiske situation og rentefaldet samtidig med, at de stabiliseringspolitiske muligheder i det hele taget efterhånden er ret stærkt begrænsede. Det er heller ikke uvæsentligt, at der er mulighed for direkte at påvirke efterspørgselens fordeling på investering og forbrug.

*Sammenfatning
vedrørende den
økonomiske po-
litik efter
regimeskiftet*

12. Sammenfattende må det om de frie kapitalbevægelser betydning for den økonomiske politik siges, at den finansielle integration har indskrænket den pengepolitiske handlemulighed væsentligt, men at dette tab af autonomi ikke i lys af de i nærværende rapport præsenterede beregninger tager sig så alvorligt ud, når renteafhængigheden betragtes isoleret. Tages også de implicerede bånd på valutakurspolitikken i betragtning, bliver billedet dog potentielt - dvs. under et ugunstigt forløb af den internationale konjunkturudvikling - mere bekymrende. Under alle omstændigheder forekommer det ønskeligt at overveje supplerende instrumenter til påvirkning af investeringerne.

*Effektivitets-
fordele ved
frie kapital-
bevægelser*

13. Når man vender sig fra disse mere generelle overvejelser om den økonomiske politiks vilkår under frie kapitalbevægelser (og fast valutakurs) til de mere effektivitetsorienterede overvejelser, set fra den enkelte virksomheds eller persons synspunkt, er hovedsynspunktet det, at det ville have været betænkeligt at begrænse bestræbelserne for liberalisering til varehandelen og de direkte investeringer. Integration af finansielle markeder er en nødvendig, omend ikke en tilstrækkelig betingelse for fri handel med finansielle tjenesteydelser, til hvilken der knytter sig effektivitetsgevinster af principielt samme karakter som for varer: konkurrencen skærpes mellem finansielle institutioner og markeder, og valgmulighederne for forbrugerne - dvs. her investorer og låntagere - øges gennem adgangen til et større og mere differentieret marked. At afskære indenlandske finansielle institutioner fra at deltage i den internationale arbejdsdeling gennem kapitalrestriktioner er derfor effektivitetshæmmende. Begrænsninger i de internationale finansielle dispositionsmuligheder trækker i øvrigt også i retning af at øge transaktionsomkostningerne samt risikoen ved varehandel og direkte investeringer. Det er imidlertid vigtigt at fremhæve, at man for at få de fulde fordele ved frie kapitalbe-

vælgelser også har behov for liberale etableringsbestemmelser for udenlandske finansielle institutioner. Fjernelse af restriktioner sparer endelig administrative ressourcer hos såvel det offentlige som virksomheder m.m.

Risiko for international skattetænkning

14. En konsekvens af liberale valutabestemmelser, der må give anledning til bekymring, er risikoen for "international skattetænkning". Dels øger liberaliseringen mulighederne for at flytte formuer og kapitalafkast til lande med lav (eller ingen) beskatning heraf; dels bliver skattemyndighedernes muligheder for at kontrollere kapitalindkomsterne hos danske skattepligtige givetvis forringet, efterhånden som omfanget af valutatransaktioner tiltager. På kortere sigt vil omfanget af denne form for "skattetænkning" måske nok være begrænset, dels fordi kendskabet til mulighederne endnu ikke er udbredt, dels fordi der endnu ikke er etableret institutioner med det formål at nedbringe transaktions- og informationsomkostningerne. Med den kreativitet, der hidtil har kendetegnet "skattetænkningen", er det dog givetvis kun et spørgsmål om tid, før disse barrierer falder.

Imødegås bedst gennem fælles lovgivning

Der er imidlertid tale om meget komplicerede skattemæssige problemer, som ideelt set kun kan løses gennem fælles lovgivning og/eller harmonisering af beskatningen af formue- og kapitalafkast, eksempelvis i form af en international kuponskat eller lignende.

Mulighederne for nationale kontrolforanstaltninger

Er der ikke mulighed for at få gennemført sådanne globale foranstaltninger inden for en overskuelig tidshorisont, må mulighederne for nationale foranstaltninger overvejes nærmere. Skattekontrolproblemerne kan muligvis formindskes gennem registrering og indberetning til skattemyndighederne af valutatransaktioner, der gennemføres inden for landets grænser, eventuelt kombineret med et forbud mod udførelse af større beløb i danske kroner uden særlig tilladelse. Sådanne foranstaltninger løser imidlertid ikke de problemer, der opstår for eksempel ved kombinationen af skattefritagelse for kursgevinster på aktier og investeringsbeviser i Danmark og ikke-udbyttebetalende akkumulerende investeringsforeninger eller nul-kupon fordringer i udlandet. Eksempelvis vil det være muligt for danske skatteydere at erhverve investeringsbeviser i udenlandske akkumulerende in-

vesteringsforeninger, der køber danske obligationer; en mulighed der også eksisterer for danske investeringsforeninger, men i så fald med beskatning af foreningens udbytte. Der foreligger utvivlsomt et rigt sortiment af lignende, hidtil uudnyttede muligheder for at nedbringe beskatningen af kapitalafkast. Derfor er der grund til at overveje og forberede mulige ændringer i den danske skattelovgivning og eventuelle andre foranstaltninger, der kan hindre en udnyttelse af disse muligheder på længere sigt.

Det ønskelige i frie kapitalbevægelser og mere liberale etableringsbestemmelser må bl.a. bero på en afvejning af de nævnte effektivitetsgevinster over for et muligt tab af kontrolmuligheder og sikkerhed m.v. Heri må også indgå, i hvilket omfang de umiddelbare ressourcebesparelser ved afvikling af valutarestriktioner helt eller delvis opvejes af et øget ressourceforbrug f.eks. på skatteområdet.

VIII.3: Rente, skat og inflation i fremtiden

*Færre interne
forvridninger
i fremtiden*

15. Samspillet mellem høj rente, høj inflation og beskatningen af kapitalindkomst (positiv såvel som negativ) har skabt væsentlige forvridninger både mellem forskellige formuebesiddere og mellem forskellige typer af kapitalindkomst. Dette har samtidig været en afgørende forudsætning for en række interne arrangementer af "skattetækningskarakter", jfr. kapitel V.

*...men skat-
tearbitrage
fortsat mulig*

Denne type af forvridninger vil med stor sandsynlighed blive et mindre problem i de kommende år, dels fordi der er udsigt til såvel lavere rente som lavere inflation end i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, dels på grund af den indsnævring af forskelle i marginalskatteprocenter, der er indeholdt i skattereformen og selskabsskatteforhøjelsen. Hertil kommer ikke mindst, at der som led i skattereformen skal gennemføres en kursgevinstordning for obligationer og pantebreve m.v., hvorefter der ikke kan udstedes nye fordringer med en pålydende rente væsentligt under markedsrenten på udstedelsestidspunktet, uden at kursgevinsten på disse papirer bliver beskattet. Dette skal gælde i hele papirets løbetid uden hensyn til den senere renteutvikling, hvorimod

kursgevinster, der er affødt af den senere renteutvikling, vil være skattefri hvis kravet til mindsterente er opfyldt ved fordringens stiftelse. Forskellen kan danne grundlag for "skattearbitrage" med de finansielle institutioner, der beskattes ens af kapitalindkomst, uanset om der er tale om renter eller kursgevinster/-tab. En udvidelse af kursgevinstordningen til også at omfatte den sidstnævnte type gevinster vil imidlertid rejse betydelige administrative problemer.

For så vidst angår aktier er der grund til at pege på det særlige incitament, pensionskasser og forsikringselskaber har til placering i aktier som følge af, at aktieafkast er fritaget for realrentebeskatning. Dette påvirker kursdannelsen for aktier, idet pensionskasser og forsikringselskaber m.v. vil efterspørge aktier, indtil det forventede reale afkast kommer på linie med obligationsafkastet efter realrenteafgift, dvs. 3.5 pct. p.a. plus et vist tillæg for den større usikkerhed på aktieafkast. Et afkast efter skat af denne størrelsesorden vil i øvrigt være noget mere, end private formueejere kan påregne ved f.eks. langsigtede obligationsplaceringer med den rente- og inflationsudvikling, der er indeholdt i de økonomiske forløb i kapitel VI.

Realrenteafgiften fordelingsmæssigt effektiv, men undtagelsesbestemmelserne skaber forvridning

Realrenteafgiften har i høj grad medvirket til en formindskelse af de fordelingsmæssige problemer i tilknytning til det høje renteniveau og den store offentlige indenlandske gæld, jfr. også belysningen af virkningerne af renteændringer i kapitel VI. I lyset af de her nævnte og andre former for forvridning med de nuværende regler for realrenteafgiften (f.eks. på boligmarkedet, hvor investering i obligationer til finansiering af bygninger er omfattet af afgiften, mens direkte placeringer i fast ejendom er fritaget) er det imidlertid et spørgsmål, om det er hensigtsmæssigt fortsat at friholde visse former for formueafkast (aktier, indeksobligationer, jord og fast ejendom m.v.) fra realrenteafgiften.

Hensynet til en yderligere harmonisering af efter-skat afkast taler klart for at fjerne undtagelsesbestemmelserne ved en kommende revision af loven om realrenteafgift.

Rentesubsidi-erne mindskes

16. Endelig er der i redegørelsen peget på rentesubsidiernes (de særlige finansieringsordningers) aftagende betydning

under faldende indenlandsk renteniveau og inflationstakt. Dette indebærer, at de reale finansieringsomkostninger stiger for de erhvervsinvesteringer - især skibsbygning -, der er eller har været omfattet af disse ordninger. Ved en udvikling, som den, der er repræsenteret ved overskudsforløbet i kapitel VI, vil renten falde så meget, at de tilbageværende subsidieelementer under de nugældende regler elimineres.

Sammen med en trængt ordresituation for værfterne og tilstedeværelsen af et fortsat omfangsrigt instrumentarium af støtteforanstaltninger i konkurrentlandene har denne udvikling ført til ønsker fra værfterne og deres ansatte om nye finansieringsordninger til kompensation for den reducerede støtte og den stigning, der i øvrigt er sket i de reale finansieringsomkostninger, f.eks. også derved, at mulighederne for såkaldt dobbeltfinansiering i praksis er bortfaldet. Der vil sikkert også kunne imødeses ønsker om kompensation inden for andre områder.

*Kompensations-
ordninger ikke
omkostningsfri*

Det er en politisk opgave at afveje betimeligheden af og mulighederne for indførelse af nye erhvervssubsidier. I afgørelsen må bl.a. indgå en vurdering af mulighederne for alternativt gennem det internationale samarbejde at bidrage til nedbringelse af støtteforanstaltningerne i udlandet og dermed til en mindskelse af konkurrencen med udenlandske statskasser. Det må ligeledes indgå med betydelig vægt, at de relativt gunstige udsigter for den økonomiske vækst, herunder et generelt højt investeringsniveau, der aftegner sig i overskudsforløbet, i sig selv må forventes at lette den fortsatte omstrukturering af produktionen og beskæftigelsen, idet erfaringerne klart peger i retning af, at en række ellers vanskelige omstillings- og mobilitetsproblemer mere eller mindre løses sig selv under økonomisk vækst. I den forbindelse skal nævnes, at der på nogle områder allerede nu har vist sig tegn på, at en vis knaphed på arbejdskraft (flaskehalsproblemer) virker blokerende for den vækst, det er muligt at opnå på de pågældende områder. Samtidig er det dog sandsynligt, at mulighederne for at kanalisere arbejdskraft til de områder og brancher, hvor der er størst mangel, vil kunne forbedres ved at reducere flytteomkostningerne i bred forstand.

Den politiske stillingtagen til ønskerne om nye, særlige finansieringsordninger synes således i væsentlig grad at måtte bero på, hvor stor en sandsynlighed, man tillægger en langtidsudvikling, som ligger nærmere underskudsforløbet end overskudsforløbet i nærværende rapport. Selv i tilfælde af fortsat støtte til skibsbygning må det imidlertid forudses at være en grundforudsætning, at værftsindustrien i Danmark vil være et fravandringsområde i de kommende år. Internationalt er efterspørgslen fremdeles svag og det synes utænkeligt, at den nuværende globale værftskapacitet varigt kan blive fuldt udnyttet. Samtidig sker der en fortsat kapacitetsudvidelse i de nyindustrialiserede lande, mens kapaciteten reduceres i Vesteuropa. Danmark kan vanskeligt tænkes afskærmet fra disse generelle udviklingstendenser.

VIII.4 En pengepolitisk kommission?

*Kun stilling-
tagen m.h.t.
nationalbank-
loven*

17. I den politiske debat, både inden for det seneste års tid og tilbage i tiden, har spørgsmålet om nedsættelse af en særlig pengepolitisk kommission været bragt på bane ved flere lejligheder. Det fremgår således også af beretningen fra det politisk-økonomiske udvalg med det deri indeholdte "kommissorium" til formandskabet, at et flertal i udvalget i første omgang i stedet for at foreslå nedsættelse af en særlig kommission eller et særligt udvalg ønskede, at formandskabet skulle udarbejde en redegørelse for pengeog kreditpolitikken i Danmark, og at denne redegørelse så skulle indgå i folketingets overvejelser om initiativer på området, herunder behovet for et egentligt kommissionsarbejde.

Formandskabet nærer ingen forestilling om, at nærværende rapport udgør et substitut for det mere omfattende udredningsarbejde, som en bredt sammensat kommission med fyldig repræsentation fra den finansielle sektor kunne præstere. Det har ikke været muligt at gå i dybden på en række områder, f.eks. med hensyn til teknikken i forbindelse med de enkelte pengepolitiske instrumenter og årsagerne til den skiftende anvendelse af disse instrumenter. I redegørelsen er der peget på behovet for en udvidelse af den løbende pengepolitiske orientering fra nationalbanken, herunder om æn-

dringer i pengepolitikens tilrettelæggelse. Man finder, at en sådan udvidelse af informationerne, suppleret af mere grundige vurderinger af yderligere skridt i den internationale integration, efterhånden som de måtte blive aktuelle, vil dække de væsentligste af de behov, som en pengepolitisk kommission kunne opfylde.

Vedrørende en eventuel dyberegående vurdering af nationalbankloven er der i kapitel VII givet udtryk for, at et egentligt kommissionsarbejde efter formandskabets opfattelse ikke forekommer særlig produktivt, selv om loven må anses for forældet. En hensigtsmæssig tilrettelæggelse af pengepolitikken kan godt videreudvikles inden for den nuværende lovs rammer. Derimod er det formandskabets opfattelse, at der er et klart behov for nedsættelse af et hurtigt arbejdende, sagkyndigt udvalg til overvejelse af, hvilke muligheder der måtte være for at modvirke øget international skatte-tænkning og skatteomgåelse i sammenhæng med liberaliseringen af valutabestemmelserne.

VIII.5: Afsluttende bemærkninger

Er finans- og indkomspolitikken tilstrækkeligt effektiv?

18. Som understreget flere steder i redegørelsen indebærer fastkurspolitikken i EMS tillige med liberaliseringen af kapitalbevægelserne, at hovedinstrumenterne til løsning af beskæftigelses- og betalingsbalanceproblemerne nu bliver finans- og indkomspolitikken. Der kan imidlertid herske en vis tvivl om, at disse instrumenter kan anvendes tiltrækkeligt effektivt til at sikre en acceptabel løsning af de samlede balanceproblemer. Selv i det såkaldte overskudsforløb og selv med udnyttelse af det spillerum for finanspolitisk lempelse, som kan indfortolkes i dette forløb, vil arbejdsløsheden i midten af 1990'erne fortsat være af betydelig størrelse. Såfremt den nævnte finanspolitiske lempelse tager form af større offentlige udgifter, bliver beskæftigelsesudviklingen dog lidt gunstigere, end hvis lempelsen tager form af skattelettelser, fordi den offentlige sektor er mindre importkrævende end den private.

Andre elementer i en vækst-

19. Det ligger i sagens natur, at størrelsesforholdet mellem den private og den offentlige sektor må bero på en politisk af-

strategi

vejning. Der synes imidlertid at være en forholdsvis bred politisk enighed om at bremse væksten i den offentlige sektor, og dette understreger behovet for en yderligere stimulans af den private sektor. Navnlig i det langsigtede perspektiv, som er anlagt i en stor del af denne rapport, må man være opmærksom på, at en vækstfremmende strategi må omfatte såvel opretholdelsen af en tilstrækkelig efterspørgsel som produktivitetfremmende initiativer, især af teknologi- og uddannelsespolitisk karakter. Jo højere det langsigtede produktivitetshensyn prioriteres, desto stærkere vil arbejdstidsnedsættelser - ud over at være et mål i sig selv - komme i forgrunden som led i nedbringelse af arbejdsløsheden, der både her i landet og i de fleste andre lande synes at holde sig på et højt niveau i en årrække fremover.

Behov for internationalt koordineret ekspansionspolitik

I dette perspektiv er der, som omtalt i flere tidligere redegørelser, også behov for en internationalt koordineret ekspansionsproces, bestående især i en mere aktivitetsstimulerende politik i de lande, der på en gang har betalingsbalanceoverskud, lav inflation og høj arbejdsløshed. En sådan recept ville indebære en vis internationalisering af finanspolitikken i retning af den, der allerede fremtræder så stærkt på det pengepolitiske område.



English Summary

Background and main outline of the report

This report has its background in a proposal made in the Danish public debate in the summer of 1984 that Denmark should make a clear reversal of its monetary, exchange control and interest rate policy and adopt a course broadly similar to that which had been followed by Norway and Sweden since the early postwar years (but in both countries with signs of a change at the time the proposal was made).

The main purpose of the proposed reversal allegedly was to bring down the interest rate level in Denmark, then still very high even by international standards, although it had come down substantially since its peak in the autumn of 1982. The road to further declines was thought of as attainable through domestic measures consisting of credit rationing and forced placements by banks, savings institutions, insurance companies etc. at politically determined interest rates as well as external measures in the form of a deliberalization of the exchange control rules governing private capital movements to and from Denmark. The latter measure was to serve the purpose of bringing down further the margin of Danish interest rates over those observed abroad or possibly even reversing it to a negative one, thus reinforcing the downward pressure upon interest rates brought about through credit rationing etc. Besides, credit rationing was seen in itself as instrumental in forcing Danish firms to obtain finance abroad and thus in safeguarding currency reserves.

The proposal attracted great public interest. A parliamentary debate followed and further deliberations took place in one of the standing Parliamentary Committees (the "politisk-økonomiske udvalg" in the folketing). As a result of these deliberations a majority of the representatives in this

committee called for a report by the chairmanship of the Economic Council on the conduct of monetary policy. Although the chairmanship, being an independent body, normally chooses independently the subjects of its report, it was decided to comply with the request.

The report states clearly that already when the proposal to copy the monetary and credit policies of Norway and Sweden was brought up, these policies were under fundamental revision and that furthermore, in both countries, a lot of water has flowed under the bridges since then. The turn into market-oriented directions has been clear, and although exchange control rules have not been dismantled to the same extent as in Denmark, the degree of integration into international financial markets has been substantially increased, monetary and financial international linkages matching by now, or probably even surpassing, the linkages through trade and real investments. In the course of this process, Norway and Sweden have moved, especially during 1984-85, from a position with low or rather low interest rate levels to a position at the upper edge of the international level.

In Denmark interest rates have followed a very different path. Having declined from a level around 22 per cent to around 14 per cent from 1982 to 1983, bond yields resumed their decline in the spring and summer of 1985, this time coming down to a level of 10 to 11 per cent (August 1985), meaning in effect that most of the previous substantial interest rate margin vis-a-vis other countries has vanished. This development can be ascribed mainly to:

- a) a substantial disinflation; the rate of increase of wages and of prices has been approximately halved from 10 to 5 per cent over the past three years, mainly due to tight incomes policies;
- b) an increasing confidence in the continued maintenance of the commitment to a tight exchange rate policy within the framework of the EMS, keeping the krone more stable vis-a-vis the DM; and

c) a substantial further dismantling since 1983 of the exchange control measures then still in force, reinforcing in its part the credibility of the exchange rate policy. Returning to a trend of gradual liberalization followed from the early 1970s (but in recent years probably less cautious and gradual than earlier), the liberalization of private capital movements has now been taken to a point where Denmark must be ranked with the most liberal countries in this respect. As a result of this development as well as the exchange rate policy and the accompanying fiscal and incomes policies, the Danish capital account, as shown in table 1, has exhibited massive private capital inflows due to residents borrowing abroad as well as purchases of Danish securities by non-residents. This has created a very different framework for monetary policy, i.e. the virtual elimination of any future autonomy in monetary policy.

In preparing the report, the chairmanship has seen it as its main task to explain this turn of the tides in monetary policy as well as its implications and potential costs, not least with respect to the question, whether the Danish authorities have retained sufficient policy instruments to reconcile a gradual elimination of the external deficit with an acceptable performance as far as output and employment are concerned. At the same time, with special reference to the commission from the aforementioned Parliamentary Committee, the report tries to throw light on the question, whether an equally strong decline in interest rates in the Danish bond market could alternatively have been obtained through purely domestic measures. In this connection the report deals at some length with the realism (or lack thereof) of the possibility of a reintroduction of capital controls in their early-1980s (or even earlier) shape. The report's answer to this question is that the process is unlikely to be reversible. This is due not only to the fact that until now the "gamble" has brought substantial gains; that a revival of the prior exchange control regime would cast doubt upon the firmness of the exchange rate commitment, and that it would cause heavy political costs vis-a-vis some of Denmark's-partners in the European Monetary System (EMS). Attention is also drawn to the international experience, that in order to be effective exchange control measures as well as credit ratio-

Table 1: Capital flows to and from Denmark

	Net receipts					1. halfyear	
	1979	1980	1981	1982	1983		1984
	— Kr. million —						
1. Public capital flows ¹⁾	5.705	10.025	8.880	25.619	17.417	-5.686	7.470
2. Danish direct investments abroad	-879	-1.108	-1.009	-646	-1.453	-3.071	-1.700
3. Foreign direct investments in Denmark	1.180	599	714	1.129	582	-169	458
4. Business loans and credits							
a. Financial loans	4.990	1.600	-1.703	-4.311	1.600	10.120	11.636
b. Commercial loans	2.351	1.042	201	-123	3.225	13.923	-468
c. Denmark's Ship Credit Fund	715	182	-319	-1.065	-1.114	-538	-2.250
d. Danish Export Finance Corporation's lending abroad	-309	-234	-696	-612	-1.420	-1.420	
e. Subordinate loan capital for Danish banks	293	212	1.063	-217	-420	1.111	2.590
5. Other business and non-business capital flows ²⁾	599	2.391	1.982	1.609	1.025	-1.946	-137
6. Portfolio investments in:							
a. Foreign shares and bonds, etc.	-36	-66	-124	-788	-589	-1.507	-150
b. Danish shares and bonds, etc.	3.051	-391	635	-425	3.465	8.872	12.382
7. Recorded capital flows, total (1 - 6)	17.660	14.252	9.624	20.170	22.318	19.689	29.831
8. Estimate of unrecorded capital flows	-400	-2.834	-1.626	17	-3.308	-2.078	
9. Capital flows, total (7 + 8)	17.260	11.418	7.998	20.187	19.010	17.611	

Notes: 1) Including borrowing abroad by the Danish Export Finance Corporation.

2) From 1980 and on, capital flows to the foreign partners of the Danish Underground Consortium has been transferred from item 3 to item 5.

Source: Danmarks Nationalbank, Report and Accounts, 1979-1984.

ning etc. will have to be increasingly comprehensive and even then will tend to have only temporary effects. The time that elapses, before credit finds new ways, when one tap is turned off, seems to become ever shorter.

In stressing these aspects the report also emphasizes that autonomy for domestic monetary policy is not as important as it is usually made out to be. The empirical evidence presented in the report brings out forcefully that fiscal and incomes policies are far more efficient than monetary policy in achieving real economic objectives. Thus, it could be maintained that the main macroeconomic effect of diminishing the role of monetary policy through the removal of exchange control etc. is to place responsibility for obtaining the declared real economic objectives upon instruments better equipped for the task, viz on fiscal and incomes policies. Moreover, the level of interest rates does not seem to have the impact upon the distribution of personal incomes which public discussion often has taken for granted. And the impact upon the public sector deficit has been much reduced after the introduction of a "real interest rate equalisation tax" on contractual savings etc. three years ago.

It is also emphasized that compared to other small open economies, committed to fixed exchange rates, possibly with a currency pegged to a basket as in Norway and Sweden, the position of Denmark with respect to monetary policy differs only in degree. Making stabilization of the exchange rate the principal intermediate objective of monetary policy implies heavy foreign constraints on the setting of monetary policy at all events in small open economies and even in most major countries. The real autonomy-difference between Denmark and the other Scandinavian countries lies not in the sphere of credit policies etc., but in the greater freedom of the other countries for discretionary and unilateral use of changes in the exchange rate as a policy instrument. Such greater freedom is not considered a realistic option for Denmark.

In view of the varying levels of presentation in a report of the present nature, it has appeared desirable to divide it into two parts. Only part I which is the main report, is summari-

zed here. Part II contains a number of technical annexes and supplementary calculations.

Descriptive and explanatory parts: chapters I-III

In addition to a discussion of the background of the report and an explanation of possible deviations between what the Parliamentary Committee may have expected from this report and its final outcome, chapter I gives a broad description of the working of financial markets and monetary policy. The chapter was written with political circles and interested general readers in mind. To illustrate some of the contents of the chapter, reference is made to figure I.1 in chapter 1, showing the degree of monetary autonomy as a function of exchange rate flexibility and the extension of exchange controls. As for the description of the financial markets it may be of special relevance to readers abroad to mention the huge size of the secondary bond market in Denmark.

Besides presenting a brief historical review of the phasing out of capital controls in Denmark, Chapter II describes the main developments of Danish monetary policies from the early postwar years until today. Broadly, one can divide the whole period into decades. The 1950s and 1960s were both characterized by a high degree of monetary autonomy in a formal sense. In the 1950s, however, the real scope of manoeuvre was very small due to modest foreign exchange reserves and very limited scope for supplementing them through foreign borrowing. The monetary policy of the period largely followed a single rule: that any loss of exchange reserves should be mirrored directly in the movements of the money supply. At the end of the period, an improvement of the current account together with improved borrowing possibilities abroad were made use of to change both fiscal and monetary policies. The main objective of monetary policy now became that of accommodating the increase in the demand for money which followed the strong rise in economic activity and thus to keep the tendency to rising interest rates during the 1960s within boundaries. This policy, however, was ended in 1969, when half

of the foreign exchange reserves were lost in a few days in connection with widespread expectations of an appreciation of the Deutsche Mark. This capital outflow was facilitated through ample internal liquidity. From now on, monetary policy became much more oriented towards external objectives than had been the case during the 1960s. Besides, the 1970s became a period where - under pressure from both external and internal difficulties - resort was taken to a great number of quantitative restrictions and direct intervention into deposit and lending rates, rapidly shifting in a rather kaleidoscopic fashion. The 1970s therefore are the period for which most similarities with Norwegian and Swedish policies can be found, but even in that period, Danish monetary policy retained a much more market-oriented character than that of Norway and Sweden.

The monetary developments of recent years have already been referred to. Fixed exchange rates and financial integration have been mutually supportive; Danish bond rates have declined to levels not observed since the late 1960s, reversing thereby, and through the developments in Norway and Sweden also, the historically observed relative levels in the Scandinavian countries. The orchestration of central bank instruments has been changed further in a market-oriented direction with main emphasis upon a mild control of bank liquidity, improving also the possibility for variations in short term interest rates. Private sector liquidity has increased rapidly: the money stock in mid-1985 was more than 50 per cent higher than at the beginning of 1983. Some caveats are held up as to the risk of large capital outflows. With deadline for preparing the report at August 30 1985, certain later fluctuations are not dealt with in the report but it is tempting to quote the National Institute Economic Review August 1985 for the following remark in a slightly different context: "It is difficult moreover to escape the view that the fluctuations also reflect in part vacillations or changes of heart by the authorities themselves". - Possible changes of this kind would probably be more closely observed domestically than abroad and thus might explain why non-resident investors in Danish bonds have not shown the degree of nervousness on the publication of unfavourable trends in the Danish current account as have Danish in-

vestors.

Chapter III of the report deals, in broad terms, with the evolution of monetary policies in various European countries. In view of the importance attached to the experience of Norway and Sweden the treatment of these two countries and of Finland is more comprehensive than that of other countries. Various official Norwegian and Swedish reports on the subject are summarized. Stress is laid upon explaining why also these countries have chosen, in recent years, a much more market-oriented course than earlier. Two main reasons have been the difficulties in being an open economy as far as trade and real capital movements are concerned, while trying at the same time to remain a financially closed economy, and the speed with which money and credit find new ways, when existing channels are regulated.

Danish interest rates more closely analysed: chapters IV and V

Chapter IV focuses on interest rate developments in Denmark in the 1970s and early 1980s (the period of pronounced high interest rate levels), compared to developments in other small open economies. As a result of the analysis, which includes an econometric study of the sensitivity of Danish capital imports to changed interest rate margins, it is concluded that capital controls served as a main instrument in keeping up the high interest rate level in Denmark. This is contrary to the experience of Norway and Sweden where capital controls combined with credit rationing have been used historically to detach domestic interest rates from the international level in a downward direction. It is also contrary to what has been the general contention in Denmark. According to this contention, the level of interest rates in Denmark was necessary to secure the financing of the current account deficit as well as the refinancing of the existing foreign debt. The present report suggests that this could have been achieved at lower rates, if the attitude towards capital controls had been more liberal.

At the end of the period a supplementary explanation be-

came part of the prevailing philosophy: that the practice at that time of small regular devaluations vis-a-vis the Deutsche Mark and, in the 1979-82 period, most other currencies in the EMS called for a special risk premium in holding financial assets denominated in Danish kroner. The report finds this supplementary explanation not clearly proven. A complicating factor, however, and one that calls for caution in the interpretation of the statistical evidence has been the fact that the yield-curve in Denmark has differed significantly from that prevailing abroad, short term interest rates being normally lower than one would expect in view of the level of long term interest rates.

Chapter V deals with the distortions caused by the interplay between interest rates, taxes and inflation. These distortions have caused many problems in the past, not least through shifting the burden of paying instalments from the debtors to the taxpayers and, symmetrically, charging creditors with income taxes upon payments with the proper character of instalments, but being camouflaged, through the interplay mentioned, as interest rate payments. In spite of the tax subsidies to debtors' instalment payments, the generally very severe distortion of the time profile of the total redemption of a claim has been a great burden to debtors at the start of their borrowing period. It is shown how these problems have diminished, but not disappeared as a result of the decline in inflation and nominal interest rates, combined with a forthcoming tax reform. On the other hand, the interplay between the three forces mentioned also means that in spite of declines in both inflation and nominal interest rates, the total after-tax-user cost of capital may rise in real terms because of the reduced tax subsidies to instalment payments. This could prove to be an unpleasant surprise to many investors of recent years.

More as a curiosity, it is pointed out that the attractiveness to the ordinary public of holding deposits at the banks and the savings institutions, whether payable on demand or as time deposits, must rest largely with the increased borrowing possibilities which normally accompany such accounts, since as a rule the holder - if he is also a taxpayer - has been faced with strongly negative interest rates from

such placements. This situation is now changing as a result of lower inflation and more intensive competition among deposit-taking institutions.

The effects of monetary measures: chapter VI

The effects of monetary measures have been estimated, of course with considerable uncertainty, on the basis of an extended version of the macroeconomic model of The Economic Council, SMEC. The effects of a decrease of one tenth in the interest rate level are summarized in table 2 and compared to the effects of a reduction of wage inflation by one percentage-point.

According to the model simulations, a decrease in interest rates will, rather surprisingly, result in a permanent deterioration of the balance of payments. It is not surprising that temporarily a decrease in interest rates will lead to a worsening of the current account, due to the stimulus given to business investments which have high import content. That the deterioration tends to be permanent is, however, a new result. It is explained for mainly by

- a) stronger stimulus to investments than has been assumed earlier, due especially to greater effects of substitution between capital and other inputs.
- b) the increase of interest payments to other countries resulting from the derived increase in foreign debt.

To this may be added a small negative balance of payments effect (when viewed in isolation) from a deterioration of the terms of trade when the increase in capacity results in increased sales volumes, seeking an outlet abroad.

The negative balance of payments effect from higher investment levels is counterbalanced, however, to a great extent by import-savings through a relative decline in private consumption due to decreased interest payments from the public to the private sector. Besides, after some time the boom in business investments will fade away. In sum

Table 2: The effects of a lowering of the interest rate and of reducing the rate of change of money wage rates. Changes compared with base-line scenario

Resulting change in:	A reduction in the interest rate by 1/10-th, 1986-1995	A reduction in the rate of change of wages by 1 pct. point, 1986-1995
Average unemployment (1000 full-time unemployed persons)	-4.8	-20.6
External debt (kr. billions)	+12.5	-38.2
Public sector debt (kr. billions)	-8.3	-55.5
Percentage change in business net-capitalaccumulation, 1986-1995	+4.0	+5.0

Note: The reduction in interest rates by 1/10-th (that is 10 pct. - not 10 pct. points) is assumed to be procured by monetarising a higher proportion of public deficit, and by an increase in public lending abroad so that foreign exchange reserves are unchanged compared with the base-line projection. Real wages are assumed constant.

The reduction in the rate of change of money wage rates is assumed to be followed by a corresponding change in the expectations of exchange rate depreciation.

therefore, the long term effects on the balance of payments of a decrease in interest rates will tend to be small.

The same holds true for the employment effects, and even for the effects on public sector deficits after the introduction in 1982-83 of a real interest rate tax on placements in pension schemes etc., confiscating from such placements real returns in excess of 3.5 per cent a year.

With respect to their macroeconomic effects interest rate changes can thus be shown, (in spite of the uncertainties) to have far less importance than changes in the rate of wage increases. A shrinking autonomy in monetary policy should be properly viewed in this light.

As part of the calculations, two forecasts are presented for the Danish economy up to 1995: one called the "surplus projection", the other the "deficit projection" - the terms referring to the development of the current account of the balance of payments. The first, based upon moderately optimistic assumptions as to international growth (2.5 per cent a year), competitiveness, interest rates etc. and resulting in a substantial improvement of the balance of payments, with a surplus in 1995, but on the other hand also in continued high unemployment, is considered to be the more likely one. The other implies an international recession in the coming years (with an average international growth rate of 1.5 per cent a year to 1995), higher interest rates and more unfavourable terms of trade, thanks to higher prices of oil and raw materials. The report does not attach specific probabilities to the two possible future courses, but it should be understood that the likelihood of the surplus projection is considered more than fifty-fifty, while on the other hand the likelihood of the deficit course is somewhat higher than would normally be attached to a "risk scenario".

Under a course like that of the deficit projection there might be a need to try to detach the Danish interest rate level from the international one, in a downward direction. Needless to say, in the opinion of the report such a policy will not have many chances to succeed over long periods. Besides, such detachment could never, on its own, reduce both

unemployment and the balance of payments deficit. Nevertheless, certain possibilities for decoupling, also under the new framework for monetary policy, are discussed in the report. They include taxation of capital exports (as practised by Italy today) and direct or indirect subsidies to capital imports. The difficulties and perhaps negative side effects of carrying through such arrangements would be considerable and the resort to such policies should probably be confined to the contingency of a serious deficit scenario combined with high unemployment.

One point stressed in connection with this part of the report is that the real interest rate on foreign borrowing has remained high (though with the prospect of decline in coming years). This fact has a bearing on time preferences with respect to the pace of eliminating the balance of payments deficit by underlining the high rate of return required on the use, to which foreign borrowing is put in the Danish economy.

The status and responsibility of the central bank (Danmarks Nationalbank): chapter VII

The Parliamentary Committee mentioned above specifically called for an evaluation of the organisation and status of Danmarks Nationalbank, covering both the relationship between the bank and the government, its relationship with Parliament and thus the role of Parliament in matters of monetary policy and finally the balance and coordination between the various ministries with a say on matters relating to central banking.

The chairmanship has only been able to comply with this part of its commission in rather broad and general terms, supplemented by information concerning central bank legislation in other countries. It is stressed how the "pendulum" in legislation and practices internationally has swung back towards an earlier concept of central bank independence. The report deals briefly with the main reasons for restraining political influence on matters of central banking: the tradition to ascribe special responsibility for avoiding in-

flation to central banks; the technically complicated questions combined with the need for quick and decisive actions in fields and vis-a-vis markets that are traditionally highly sensitive; and finally the widespread attitude that matters of monetary policy should be kept outside the influence of politicians due to the impatience, the short time horizon and the unjustified high degree of ambition and wish for "fine tuning" often immanent in political decision processes. It is emphasized that whether or not one shares these views they have had great influence upon central bank legislation in a number of countries and that probably they will also have great influence upon a possible common central bank system in the EMS - a possibility which according to the report does not necessarily belong to a very distant future.

The Central Bank Act from 1936 is characterized as obsolete, indeed void of content except for the rules governing the formal organization of the bank. However, the consequences of this are not found very far-reaching. The act has not impeded the development of wide-scale cooperation between the bank and the government. The question of the legal basis of some of the operations by which the bank influences the economy has been the matter of some discussion from time to time, but here the report points to the enactment in 1973, in a special act on credit supply, of a wideranging set of authorizations to the monetary authorities. Although these authorizations have never formally been made use of, their very existence have removed doubts about the legal basis of central bank operations. The report therefore sees no reason why a possible revision of the Central Bank Act should be given top priority. However, the record calls for much more information from the bank about its policy deliberations, the background and effects of its actions, probable future developments in the monetary field etc. Compared to the information policies and practices of a number of other central banks, the policy of Danmarks Nationalbank has remained rather a closed book to outsiders. The potentially far-reaching liberalization measures of recent years with respect to exchange controls constitute an example of this, in that they have been carried through almost without any prior information to and discussion within

the political environment. One way of improving this, discussed at some length in the report, might be to introduce parliamentary hearings on monetary policy along the lines practised in the United States and Great Britain, although the practises of the two countries should not be transplanted uncritically to Denmark.

It is pointed out that the need for a clear public understanding of the functions and operations of the bank (and thus for more information) will probably increase in the future with the consolidation and further evolution of the European Monetary System and its possible progress towards the objective of a full monetary union.

Policy considerations: chapter VIII

This chapter deals mainly with long-term perspectives, centered around the possibilities of restoring external equilibrium at a high level of unemployment through the use of the limited number of instruments available in an economy with very close economic and financial linkages to other countries and with the maintenance of stable exchange rates as one of its main policy objectives. In this respect it must be recalled that fixed rates vis a vis other EMS-currencies is likely to imply an overall appreciation for the krone, due to the strengthening of the EMS-currencies vis a vis the dollar, sterling and a few other currencies. In these circumstances, the task of safeguarding employment and balance of payments objectives will be left almost exclusively to fiscal and incomes policy. Whereas in the past the policy-mix used has often been criticised for putting excessive burden upon monetary policy, in the future the question will be whether fiscal and incomes policy will now be the next to become overburdened. In considering this question it should be remembered that in many respects both policies are already strained. If, however, the economy follows a path fairly close to that of the surplus projection mentioned above, the difficulties can be coped with. In this case the "hard currency option" should not come under pressure. Whether the performance of the economy will be satisfactory from an employment point of view is another matter. As mentio-

ned, unemployment will remain high, even under the assumptions of this projection. On the other hand, provided the international competitiveness of the economy can be safeguarded, there should be scope in this projection for some easing of fiscal policy and thus for a certain (though modest) stimulus to employment.

A course nearer to that of the deficit projection would put incomes and fiscal policy under heavy strain. The problem of disequilibrium in the Danish economy would worsen considerably, and reducing the rise of the Danish wage level below the fairly modest rises assumed among our competitors would meet with great difficulties. Through fiscal policy the balance of payments deficit could be cured, by way of deflation, but this would cause unemployment to escalate, and at the same time there might be a risk that the foundations of incomes policy could be destroyed through such policy. The dilemma could become so great that the upholding of the exchange rate objective and the freedom of capital movements could be jeopardized. However, the report sees no real alternatives to the continued full participation of Denmark in the EMS, at least not without considerable costs, economically as well as politically. The only possibility left thus appears to be to work for the maintenance of EMS's present character as a system of fixed exchange rates, where infrequent and modest adjustments remain a possibility. Implicit in this judgement is that ultimately both the pegging of the domestic currency and the removal of exchange controls must be compatible with a satisfactory macroeconomic performance to be sustainable.

As a corollary to the disappearance of monetary policy as an instrument for internal stabilization it is proposed to let the rules of capital allowances for tax purposes vary during the business cycle. Further, it is proposed that a special committee be set up to deal with the possibilities of preventing the abuse of liberal exchange control rules for tax evasion purposes. - Finally, referring to earlier reports, a proposal is again made that Denmark should work for a better international economic outcome than the present and projected, by arguing both in the European communities and in broader fora that countries should set their policies cooperatively,

considering the heavy interdependence of national economies and hence the interdependence of their policies. Through international cooperation in the formulation of national policies an international expansion could be sustained much better than if the global economy is managed in a non-cooperative manner, as appears to be the wish for the rest of the present decade.

Such cooperation would imply a certain internationalization of fiscal policy similar to that which has now worked itself through in the monetary field.



Bilag 1

Samfundsøkonomiske forløb 1985-95

1. I dette bilag gives en nærmere redegørelse for beregningsforudsætninger og -resultater vedrørende redegørelsens to grundforløb for dansk økonomi for perioden 1985-95, jfr. omtalen heraf i kapitel VI i redegørelsens del I.

Formålet med de to fremskrivninger er dobbelt. For det første kan en nærmere diskussion af de pengepolitiske instrumenters muligheder for at påvirke de økonomisk-politiske mål ikke isoleres fra den samfundsøkonomiske situation, hvori de tænkes gennemført. Således er behovet for en særlig pengepolitisk indsats afhængigt af balanceproblemernes omfang og sammensætning, og en vurdering af omkostningerne ved reduktionen af den pengepolitiske autonomi i forbindelse med fastkurspolitikken og liberaliseringen af valutabestemmelserne vil afhænge heraf. Desuden vil effekterne af ændringer i de pengepolitiske instrumenter variere såvel med den præcise konstellation af balanceproblemer som med udformningen af valutakurspolitikken og valutabestemmelserne. For det andet tilsigter fremskrivningerne at illustrere dansk økonomis "knivsæg"-problem: På den ene side kan en passende konstellation af moderat-optimistiske indre og ydre vilkår muliggøre en økonomisk udvikling, der på få år får vendt såvel betalingsbalancesaldo som offentlig budgetsaldo fra underskud til overskud og dermed giver økonomisk og politisk spillerum til en indsats for reduktion af ledigheden ("overskudsforløbet"). På den anden side kan selv små forskydninger i dansk økonomis indre og ydre betingelser, som alle ligger inden for den usikkerhed, der er forbundet med økonomiske fremskrivninger over så lang en periode, skabe en i økonomisk-politisk forstand næsten blokeret situation, hvor betalingsbalance og budgetunderskud fortsat udviser betydelige underskud, og hvor

ledigheden vokser over dens nuværende i forvejen høje niveau ("underskudsforløbet").

2. For en lille åben økonomi som den danske knytter usikkerheden ved økonomiske fremregninger over flere år sig især til forudsætningerne vedrørende de udenrigsøkonomiske forhold (væksten på vore eksportmarkeder og udviklingen i importpriser, i valutakurser og i det internationale renteniveau). Der er oplagt betydelige usikkerhedsmomenter knyttet til disse forudsætninger for den sidste del af beregningsperioden alene på grund af tidshorizonten, men også for den resterende del af 1980'erne må en vurdering af den internationale økonomiske udvikling siges at være særdeles usikker. Det skyldes især de betydelige spændinger i verdensøkonomien, som de seneste års forskelle i økonomisk politik og vækst mellem U.S.A. på den ene side og de andre industrilande på den anden side har trukket med sig, og den tvivl, man må have med hensyn til, om det vil lykkes at gennemføre den koordinerede omlægning af den økonomiske politik i U.S.A. og Vesteuropa, der er forudsætningen for blot en fastholdelse af de seneste års moderate opgang i verdensøkonomien.

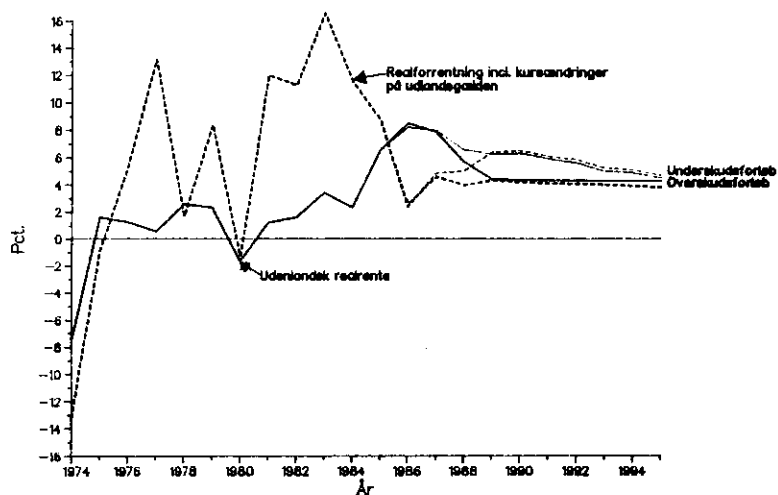
Med henblik på at illustrere fremskrivningernes følsomhed over for netop de udenrigsøkonomiske antagelser er de to fremskrivningers beregningsforudsætninger ens for så vidt angår de kommende års finanspolitik, udvikling i arbejdsstyrke og gennemsnitlig arbejdstid m.v. Det samme gør sig gældende for de udenrigsøkonomiske antagelser for sidste halvdel af beregningsperioden. Fremskrivningerne varierer alene i antagelserne om den udenrigsøkonomiske udvikling i den resterende del af 1980'erne, samt i antagelserne omkring den nominelle lønudvikling (jfr. tabel 1.1 og figur 1.1 samt tabel VI.2 i kapitel VI).⁸¹⁾

3. I overskudsforløbet er antaget en gennemsnitlig vækst på Danmarks eksportmarkeder på 2.5 pct. p.a., hvilket er lidt

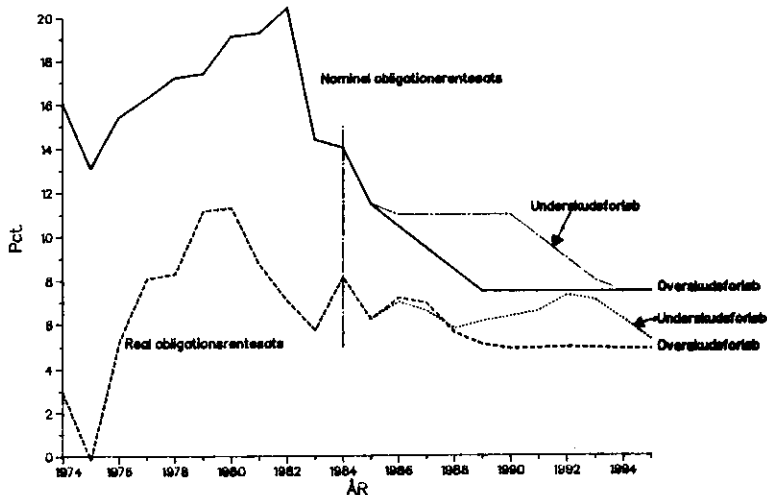
81. For en ordens skyld bør tilføjes, at det nævnte "overskudsforløb" ikke betegner den gunstigst tænkelige udvikling, og at det tilsvarende kan gå værre end angivet i "underskudsforløbets" forudsætninger. De to grundforløb kan heller ikke siges at have samme sandsynlighed; således må overskudsforløbet anses for det mest realistiske.

Figur 1.1 Indenlandsk og udenlandsk realrente. Faktisk udvikling 1974-84 og i de to fremskrivninger 1985-95.

Realforrentning af udlansgælden.^{a)}



Indenlandsk nominal og real rentesats.^{b)}



Ann.: a) Den nominelle forrentning af udlansgælden er beregnet som de årlige rentebetalinger på den samlede udlansgæld primo inklusive kursregulering af udlansgælden sat i forhold til primo udlansgælden. Kursreguleringen af udlansgælden er defineret som forskellen på årets betalingsbalancesaldo og ændringen i den officielle opgørelse af den samlede udlansgæld ultimo året i forhold til ultimo året før. Den udenlandske realrente er for 1974-1984 sammenvøjet med andele i dansk eksport. Det forhold, at realforrentningen inkl. kursændringer for årene 1976-1984 er højere end den udenlandske realrente afspejler kurstabet på udlansgælden. Forskellen i de to kurver 1985-1988 afspejler det antagne fald i dollarkursen, jvf. tabel 1.1. Deflator er i begge tilfælde stigningstakten i eksportprisindekset.

b) Deflator er stigningstakten i forbrugerprisindekset.

lavere end væksten i de allerseneste år, hvor opsvinget i især U.S.A. har trukket den samlede vækst i vejret. Der er på den anden side tale om en højere vækst end såvel den faktiske vækst det seneste tiår som forventningerne til de nærmeste års vækst i de europæiske OECD-lande. Det er yderligere antaget, at reduktionen i den internationale inflationstakt igennem de seneste år sammenlignet med inflationsårene 1974-82 vil fortsætte i de kommende år. Denne antagelse afspejler stagnerende eller kun svagt stigende råvarepriser (herunder priserne på energi) og en meget moderat omkostningsudvikling i industrilandene.

Det er endvidere antaget, at det internationale renteniveau vil reduceres yderligere, således at den gennemsnitlige udlandsrente falder fra ca. 11 pct. i 1984 til et niveau på 7 pct. i 1989 og de efterfølgende år. Et rentefald af denne størrelsesorden implicerer dog - sammenholdt med antagelserne om prisudviklingen på de internationalt handlede varer og valutakursudviklingen - fortsat en forholdsvis høj realforrentning af udlandsgælden, jfr. figur 1.1.

Realismen i antagelserne om rentefald og moderat vækst afhænger frem for alt af, hvordan det i sommeren 1985 påbegyndte dollarkursfald fremover vil forløbe. I begge forløb antages et fald i dollarkursen (over for Dkr.) på 20 pct. i perioden 1985-88, således at dollarkursen i 1988 er 8.50 kr./US dollar mod et antaget gennemsnit for 1985 på 10.75.

Det her beskrevne forløb forudsætter, at faldet i dollaren udløses af en gradvis reduktion i det amerikanske renteniveau, som kommer i stand gennem en omlægning af den økonomiske politik i U.S.A. En stramning i finanspolitikken forventes gradvist at nedbringe det store statslige budgetunderskud og dermed give plads for en fortsat lempelse af pengepolitikken. En lavere amerikansk rente vil gøre amerikanske værdipapirer mindre fordelagtige og dermed reducere den internationale efterspørgsel efter dollars. En lavere dollarkurs vil forbedre amerikansk industris og landbrugs konkurrenceevne og dermed reducere det amerikanske betalingsbalanceunderskud, hvilket sammen med reduktionen af budgetunderskuddet mindsker udbuddet af dollarbenævnte

aktiver.

Den amerikanske vækst vil blive reduceret, men i behersket grad, idet de negative vækstbidrag fra reduktionen af det offentlige budgetunderskud delvist kompenseres af en forbedret handelsbalance og de vækststimulanser, der vil udgå fra et rentefald.

En sådan international udvikling med bl.a. en "blød landing" for dollaren kan imidlertid kun finde sted, hvis der samtidig sker ændringer i den økonomiske politik i de øvrige industrilande. Således forudsætter en vækst på vore eksportmarkeder under eet på 2.5 pct. om året i en situation, hvor U.S.A.'s rolle som "lokomotiv" nedtones og vækstimpulserne herfra til den øvrige internationale økonomi derfor reduceres, en mindre restriktiv økonomisk politik i Vesteuropa. Selvom et europæisk rentefald i kølvandet på et fald i den amerikanske rente vil stimulere den økonomiske aktivitet, er det givet, at den nødvendige vækst kun kan opnås gennem en mindre stram finanspolitik end den nuværende.

Der er således ganske mange faktorer, der skal spille sammen for at realisere de udenrigsøkonomiske vilkår, der ligger til grund for overskudsforløbet: internationalt rentefald, fortsat omend dog kun moderat vækst og en behersket prisudvikling på importerede råvarer.

4. For årene 1985-87 er antaget en svag forbedring af dansk lønkonkurrenceevne gennem en langsommere dansk lønudvikling end udlandets, som dog delvist opvejes gennem den opdrift i kronens værdi over for et gennemsnit af andre valutaer, der vil være resultatet af et fald i dollarkursen og i de valutaer, der i større eller mindre grad er bundet til dollar, kombineret med uændrede relationer imellem den danske krone og de øvrige EMS-valutaer under eet. For de efterfølgende år frem til 1990 er antaget en svag forringelse af lønkonkurrenceevnen baseret på en parallel lønudvikling i Danmark og udlandet og en fortsat opdrift i kronen. Konsekvenserne heraf for den samlede omkostningsbetingede konkurrenceevne antages kompenseres af den indsnævring i rentespændet over for konkurrenterne fra ca. 1 procentpoint til 1/2 procentpoint i 1989, som er lagt til grund for

fremskrivningen, jfr. nærmere herom nedenfor. For frem-skrivningsperiodens sidste halvdel (1991-95) er antaget konstant omkostningskonkurrenceevne, idet der antages parallel lønudvikling i Danmark og udlandet, stabile valuta-kurser og uændret rentespænd.

Væksten i det offentlige vare- og tjenestekøb og i skat-tetrykket svarer for årene 1985-88 til antagelserne i finans-ministeriets Budgetredegørelse 1985. For de efterfølgende år er antaget en årlig vækst i det offentlige forbrug, som in-debærer, at den offentlige beskæftigelses andel af lønmod-tagerarbejdsstyrken er nogenlunde konstant 30 pct. Skat-tetrykket antages kun at stige svagt efter 1988.

For årene 1985-87 antages den gennemsnitlige arbejdstid at udvikle sig som forudsat i den i dette forår gennemførte lovgivning herom. For årene 1988-95 genoptages den trendmæssige reduktion i arbejdstiden på 3/4 pct. p.a. Hvis hele arbejdstidsreduktionen tager form af en reduktion af den ugentlige arbejdstid, vil denne i 1995 være 36 3/4 time for en fuldtidsbeskæftiget lønmodtager. Arbejdstyrkevæk-sten svarer til arbejdsministeriets seneste prognose, der i forhold til tidligere langsigtede fremregninger indebærer en udskydelse af det tidspunkt, hvor arbejdsstyrkevæksten op-hører, således at der i hvert år i fremregningsperioden er tale om en voksende arbejdsstyrke. I forlængelse af de seneste års tendenser er andelen af deltidsbeskæftigede antaget uændret i perioden.

5. Resultaterne af en økonomisk fremskrivning under disse antagelser er (jfr. tabel 1.2 og figur 1.2 samt tabel VI.3 og figur VI.5 i kapitel VI) en hurtig afvikling af betalingsbalan-ceunderskuddet og det offentlige budgetunderskud og en fastfrysning af ledigheden på omkring 10 pct. af arbejdsstyrken.

Den gunstige betalingsbalanceudvikling kan henføres dels til en betydelig lettelse i nettorentebetalingerne (fra godt 25 mia.kr. i 1985 til godt 11 mia.kr. i 1995), dels til et markant omsving i handelsbalancen. Faldet i nettorentebetalingerne har baggrund i det internationale rentefald og kursnedskrivningen af udlandsgælden i forbindelse med dollarkursfaldet,

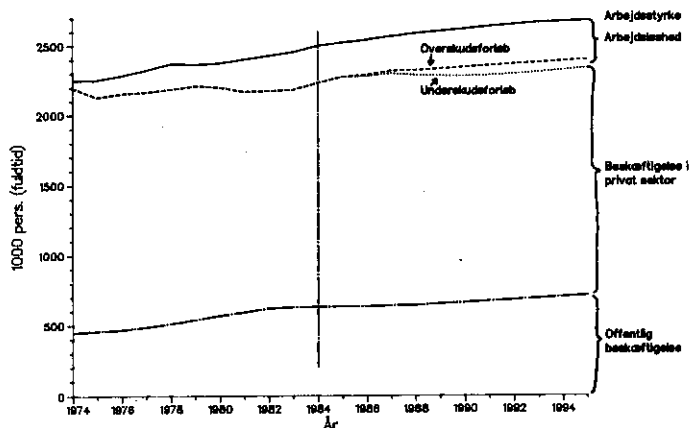
Bilagstabel 1.2: Centrale resultater af de to fremskrivninger 1985-95
samt faktisk udvikling 1974-84

	Historisk periode 1974-84	Overskudsforløb 1985-95	Underskudsforløb 1985-95
	gns. Årlig ændring, pct.		
Privatforbrug	1.0	2.5	2.3
Boligbyggeri	-3.3	2.1	1.7
Private erhvervsinv.	1.7	3.1	2.9
Eksport	3.8	3.9	3.2
Import	1.3	3.1	2.7
Bruttonationalprodukt	1.7	2.5	2.2
Bruttofaktorindkomst, privat sektor	1.6	2.9	2.5
Bruttofaktorindkomst offentlig sektor	3.9	1.1	1.1
Bytteforhold	-1.8	-0.3	-0.6
Timeproduktivitet ¹⁾	2.6	2.8	2.7
Beskæftigelse, fuldtidspersoner	0.1	0.7	0.4
Forbrugerprisindeks	10.2	2.6	3.2
Disponibel realindkomst, fuldstidsbesk. lønmod- tager	0.2	0.9	0.8

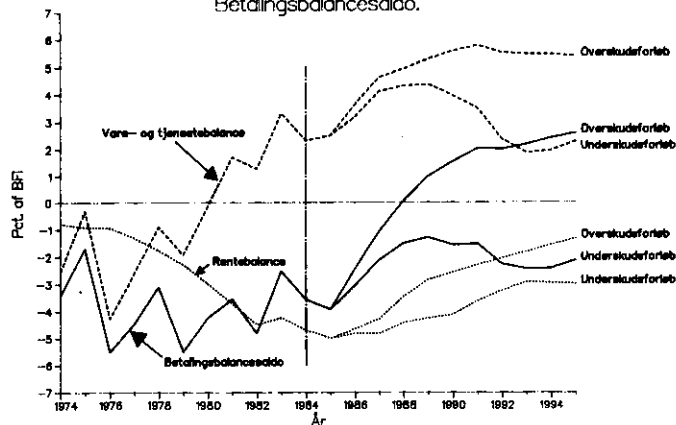
Anm.: 1) Produktion pr. arbejdstime for lønmodtagere i private by-
erhverv.

Figur 1.2 Udviklingen i beskæftigelse, betalingsbalance og offentlig budgetsaldo 1974-84 og i de to fremskrivninger 1985-95.

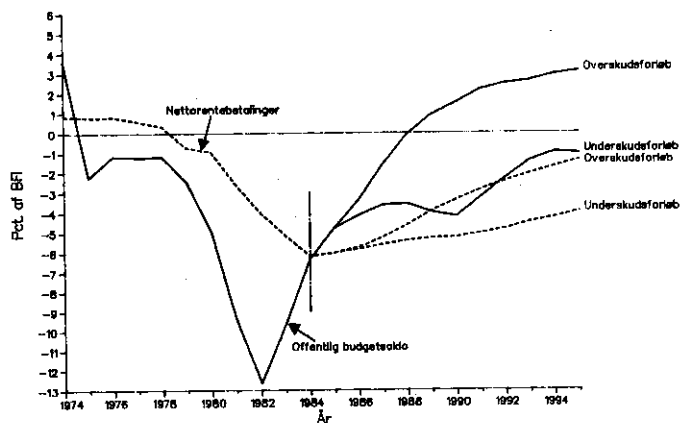
Arbejdsstyrke, beskæftigelse og ledighed.



Betalingsbalancesaldo.



Offentlig budgetsaldo og nettorentebetalinger.



men er også en effekt af reduktionen i udlandsgælden som følge af overskuddene på betalingsbalancen. Udviklingen på handelsbalancen skyldes især lettelser i nettoenergiimporten fra den større indenlandske energiproduktion, den mindre importvækst (i forhold til 1984 og 1985), der fremkommer i takt med reduktionen af investeringernes stigningstakt til et niveau, der svarer til trenden i produktionstilvæksten, efter den ekstraordinært store kapitalopbygning i 1984 og 1985, og endelig effekterne af den antagne konkurrenceevneforbedring for 1985-87.

Det hurtige omsving i den offentlige budgetsaldo er resultatet af en kombination af mindre renteudgifter på den offentlige inden- og udenlandske gæld forårsaget af rentefaldet og gældsreduktionen, en vækst i skattegrundlaget, der er væsentlig større end væksten i det offentliges vare- og tjenestekøb, samt de betydelige skatteindtægter fra realrenteafgiften.

Fremskrivningen medfører en gennemsnitlig vækst i bruttonationalproduktet på 2.5 pct. p.a., hvad der svarer til den antagne vækst for OECD-området som helhed. Men selv en gennemsnitlig BNP-vækst på 2.5 pct. er med de beregnede produktivitetstigninger i den private sektor og en fortsat arbejdsstyrkevækst ikke tilstrækkeligt til at få nedbragt ledigheden. Årsagen hertil er bl.a., at produktionsvæksten i højere grad, end det var tilfældet i perioden 1974-83, finder sted inden for den private sektor og ikke i den beskæftigelsesintensive offentlige sektor. Den kraftigere produktivitet udvikling end i det foregående tiår kan henføres til den forholdsvis kraftige kapitalopbygning i de private erhverv og til det højere væksth niveau.

Under indtryk af ledighedens betydelige omfang må det i lyset af den gunstige betalingsbalanceudvikling formentlig være nærliggende at forvente en prioritering af en indsats til reduktion af denne. En nærmere diskussion heraf skal dog ikke tages op i denne sammenhæng. I tidligere redegørelser er der udførligt redegjort for effekterne på ledighed, betalingsbalance og offentlig budgetsaldo af en anvendelse af forskellige finans- og arbejdstidspolitiske instrumenter, se næst i Dansk Økonomi, November 1984, kapitel III.

11. Som nævnt indebærer det beskrevne forløb et markant fald i det indenlandske renteniveau frem til 1990. Dette gælder både det absolutte niveau for renten og renteforskellen i forhold til omverden (jfr. tabel 1.1 og figur 1.1). Årsagerne til denne udvikling må for en stor dels vedkommende søges i faktorer, som er uden for direkte kontrol af de danske pengepolitiske myndigheder. Dette gælder forhold som det internationale renteniveau, udviklingen i valutakursforventninger samt den øgede internationale integration på penge- og kapitalmarkederne.

Udviklingen på disse områder vil i høj grad afhænge af de fremtidige institutionelle rammer for penge- og valutakurspolitikken, herunder ikke mindst udviklingen i EMS.

I forhold til det første par år efter påbegyndelsen af EMS-samarbejdet har udviklingen i de seneste år bevæget sig mod en stadig større stabilitet i de interne kursrelationer inden for systemet. Denne tendens er i et vist omfang både et resultat af og en faktor, som fremmer en ændret prioritering i den økonomiske politik, hvor inflations- og valutakursmål-sætninger nu tillægges en større vægt end f.eks. beskæftigelses- og væksthensyn. Endnu er konvergens i inflationstakter inden for EMS-systemet dog ikke så fremskredet, at reguleringer i valutaernes centalkurser kan udelukkes for de nærmest kommende år (jfr. nedskrivningen af den italienske lira i juli 1985). Dette gælder så meget mere, som deprecieringen af dollar over for EMS-valutaerne, der påregnes at fortsætte over de næste år, givetvis vil tendere mod at give øgede spændinger indenfor systemet. På længere sigt er der dog udsigt til, at EMS-samarbejdet får mere og mere karakter af et fast-kurs system, hvilket dog ikke udelukker sjældne kursjusteringer af mere defensiv art.

En sådan udvikling i retning mod øget kursstabilitet - som ikke blot antages at finde sted internt i EMS, men også (efter en tilpasning af dollarens værdi) på et mere globalt plan - vil gennem en reduktion af kursusikkerheden virke fremmende på både vare- og kapitalstrømme. Ydermere må kapitalmobiliteten internationalt forventes at blive fremmet gennem de-reguleringer, tilpasninger i udvalget af finansielle aktiver m.v.

De ovennævnte tendenser antages også at gøre sig gældende for Danmark, som således i stigende grad må ventes at blive en integreret del af de internationale finansielle markeder.

Disse forhold vil, ikke mindst i lyset af den gunstige betalingsbalanceudvikling, trække i retning af en mærkbar reduktion i spændet mellem det danske og det udenlandske renteniveau. Beregningerne i kapitel VI synes dog at antyde, at en så kraftig reduktion i renteniveau og rentespænd som den, der er lagt til grund for fremskrivningen, også vil kræve en indsats af indenlandske penge- og statsgældspolitiske instrumenter.

6. "Overskudsforløbets" udenrigsøkonomiske antagelser er i den anden samfundsøkonomiske fremskrivning på tre punkter erstattet med antagelser om mere ugunstige vilkår. Her antages således, at den gennemsnitlige udlandsvækst i årene 1986-90 er 1.5 pct.p.a. (i stedet for 2.5 pct.), at den gennemsnitlige rentesats på udlandsgælden er 10 pct. for hvert af årene 1986-90 (i stedet for gradvist at falde til 7 pct.), og at priserne på importerede råvarer samt energi (herunder også prisen på indenlandsk produceret energi) stiger med 5 pct. p.a. i årene 1986-90 (i stedet for gennemsnitlige årlige prisstigninger på knap 2.5 pct.).

Det samlede sæt antagelser repræsenterer en forholdsvis mild international recession i 1980'ernes anden halvdel,⁸²⁾ som eksempelvis kan tænkes udløst i en situation, hvor faldet i dollarkursen ikke fremkommer i forbindelse med en koordineret omlægning af penge- og finanspolitikken i U.S.A. og Vesteuropa, som antaget under gennemgangen ovenfor, men udløses af en faldende tillid til dollaren på de internationale finansielle markeder, hvor selv mindre skift i dollarefterspørgslen kan udløse ganske store kursbevægel-

82. Til sammenligning kan anføres, at den gennemsnitlige OECD-vækst i perioderne 1974-76 og 1980-82 var hhv. 1.7 og 0.9 pct. p.a., den internationale rentesats var i gennemsnit hhv. 9.5 og 12.1 pct, prisstigningstakten på den danske råvareimport (excl. energi) var hhv. 12.8 og 11.9 pct. p.a. og på energiimporten hhv. 49.1 og 34.6 pct. p.a.

ser.⁸³⁾ Såfremt de amerikanske myndigheder i en sådan situation reagerer med en forhøjelse af den amerikanske rente for at modvirke kursfaldet og bortfaldet af kapitalindstrømning til U.S.A., vil kombinationen af lav vækst og høj rente være en tænkelig udgang, ikke mindst, hvis de vesteuropæiske lande også reagerer med rentestigninger. En lavere vækst i industrilandene kan også tænkes fremkaldt af det bytteforholdstab, en prisstigning på importerede råvarer og energi vil medføre, jfr. tilbageslaget i 1979-80.

En kraftigere prisudvikling på råvarer, herunder energi, synes forholdsvis usandsynlig for de nærmeste år i betragtning af den eksisterende meget store overskudskapacitet hos en række råvareproducenter, som i forbindelse med en recession i industrilandene endog vil blive forøget. Men råvareprisstigninger, som udløses af et formindsket udbud, der kan opstå i forbindelse med øget politisk ustabilitet i et eller flere råvareproducerende lande, kan i sagens natur ikke udelukkes. Det er selvsagt ikke afgørende for det "ugunstige" scenario, hvorledes den tænkte råvareprisstigning fremkommer.

Det er naturligvis af stor betydning for, hvordan en sådan recession påvirker Danmark, hvorledes aflønningen af de indenlandske produktionsfaktorer (arbejdskraft og kapital) tilpasser sig det antagne bytteforholdstab. Som en parallel til forløbet efter energiprisstigningerne i 1973/74 er som beregningsmæssig forudsætning antaget, at realværdien af lønsatser i den private og offentlige sektor samt satserne for de offentlige overførselsindkomster (dagpenge, pensioner m.v.) fastholdes på samme niveau ("reallønsstivhed") som i overskudsforløbet - i modsætning til i udlandet, hvor den nominelle lønudvikling antages at tilpasse sig de højere råvarepriser, således at priserne på de øvrige importvarer er uændrede sammenlignet med overskudsforløbet.

Kombinationen af højere importpriser og indenlandsk real-lønsstivhed har i øvrigt nogenlunde de samme effekter som

83. Et sådant forventningsskift kan tænkes fremkaldt, hvis det ikke lykkes at få bragt det amerikanske budgetunderskud under kontrol, eller hvis der under indtryk af handelsbalanceudviklingen gennemføres protektionistiske foranstaltninger rettet mod amerikansk import.

en kraftigere indenlandsk lønudvikling end antaget i overskudsforløbet for i øvrigt uændrede importpriser.

7. Resultatet af en fremskrivning med disse antagelser er fortsat betydelige (omend aftagende) underskud på betalingsbalance og offentlig budgetsaldo og en markant stigning i ledigheden til omkring 13 pct. af arbejdsstyrken, jfr. tabel 1.2 og figur 1.2 samt tabel VI.3.

Betalingsbalanceforværringen kan henføres dels til forværringen af vare- og tjenestebalancen fra den dyrere råvare- og energiimport og det eksportbortfald, der følger af den lavere vækst på de udenlandske markeder samt konkurrenceevneforringelsen, dels til de øgede rentebetaling i forbindelse med den højere udlandsrente og den større udlandsgæld. Den formindskede eksport og den mindskede indenlandske efterspørgsel reducerer importefterspørgslen, så forværringen af vare- og tjenestebalancen i den første del af beregningsperioden er mindre, end eksporttabet i sig selv lægger op til. Den højere rente og den lavere aktivitet går især ud over erhvervsinvesteringerne, der er meget importtunge, hvilket også mindsker handelsbalanceforværringen. Omvendt indebærer omsvinget til en højere udlandsvækstrate, lavere rente og lavere prisstigninger i 1990'erne, at der her udløses et betydeligt investeringsopsving for at foretage den kapitalopbygning, der blev undladt i "recessionsårene". Dette er forklaringen på profilen i vare- og tjenestebalancens udvikling, jfr. figur 1.2.⁸⁴⁾

Forværringen i den offentlige budgetsaldo, jfr. figur 1.2, kan især henføres til de automatiske budgetreaktioner: Den reducerede aktivitet øger udgifterne til dagpenge m.v., samtidig med at skatteindtægterne falder. Budgetforværringen øger det offentlige finansieringsbehov, der bl.a. dækkes gennem øget obligationsudstedelse. Stigningen i den offentlige sektors nettogæld til den private sektor forstærkes af den højere rente, der sætter forrentningen i vejret såvel på tilvæksten i budgetunderskuddet som på den i forvejen betydelige statsgæld i takt med refinansieringen af denne.

84. Dette forløb minder således ganske meget om investerings- og betalingsbalanceudviklingen 1979-85.

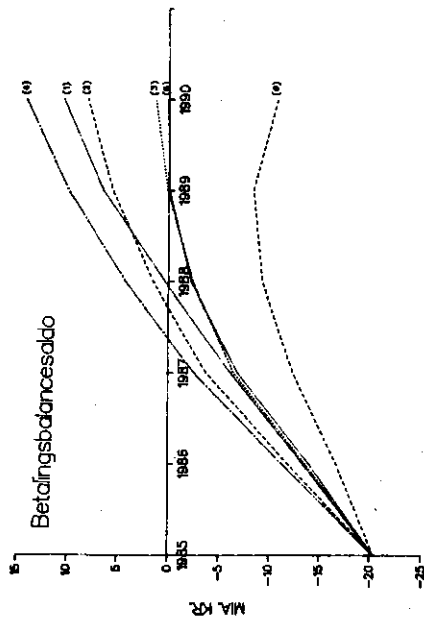
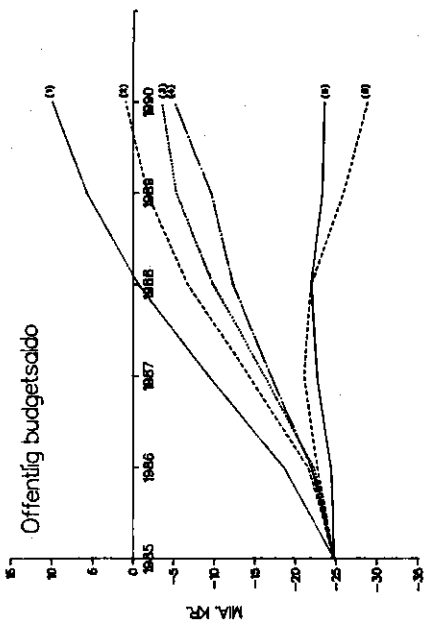
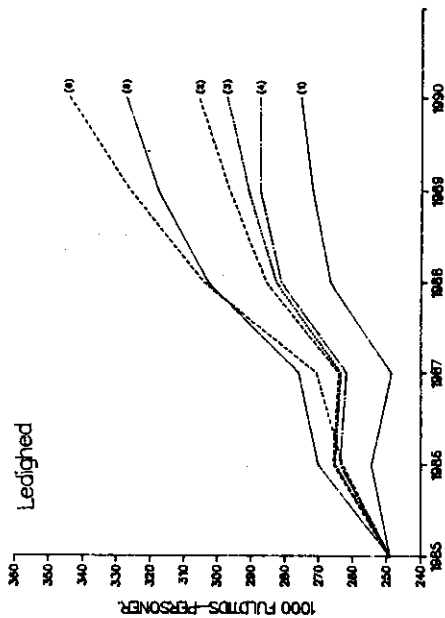
Hertil kommer, at den offentlige sektors udlandslåntagning i forbindelse med det større betalingsbalanceunderskud går i vejret, hvilket trækker øgede rentebetalinger fra det offentlige til udlandet med sig. I overskudsforløbet reduceres den offentlige sektors nettorentebetalinger fra godt 30 mia. kr. i 1985 til omkring 12 mia. kr. i 1995, mens de i underskudsforløbet i 1995 fortsat er over 30 mia.kr.

Det er ikke mindst de større rentebetalinger fra den offentlige til den private sektor, der gør faldet i de samlede disponible realindkomster væsentligt mindre end faldet i bruttonationalproduktet og dermed forklarer den forholdsvis lille forskel i vækstraten for det samlede privatforbrug i de to forløb.

8. Der er alt i alt tale om betydelige forskelle på de to forløb på trods af, at forskellene på beregningsforudsætninger er forholdsvis små. Også i et forløb, hvor blot en enkelt eller enkelte af de ugunstige antagelser realiseres, vil balanceproblemerne blive forværret betydeligt. Det fremgår af tabel 1.4-1.7, der angiver de isolerede effekter af hver enkelt af de ugunstige antagelser bag underskudsforløbet. I tabel 1.8 er anført effekterne af det samlede sæt ændringer i forudsætninger (dvs. underskudsforløbet sammenlignet med overskudsforløbet); tabel 1.3 og figur 1.3 sammenfatter nogle hovedtal fra beregningerne.

Af tabel 1.4 fremgår effekterne af en lavere vækst på vore udenlandske markeder end antaget i overskudsforløbet (1.5 pct. vækst p.a. 1986-90 i stedet for 2.5 pct.). Alle andre forhold er uændrede sammenlignet med overskudsforløbet. Således er også konkurrenceevnen på eksportmarkederne antaget uændret, selvom den lavere produktionsvækst, der følger af faldet i eksporten, også overgangsvist resulterer i en reduktion af produktivitetsstigningstakten (med omkring 0.5 procent-point). Da den lavere markedsvækst er antaget forårsaget af et generelt lavere aktivitetsniveau i udlandet, må der forventes en tilsvarende svagere produktivitetssud-

Bilagsfigur 1.3: Udviklingen i ledighed, betalingsbalance og offentlig budgetsaldo 1985-90 under varierende antagelser om de udenrigsøkonomiske vilkår.



Anm. : (1) Overskudsforløb

(2) Lavere eksportmarkedsvækst, jf. tabel 1.4

(3) Større prisstigninger på importerede rå- og energivarer, jf. tabel 1.5

(4) Højere udlandsrente og større rentespanø, jf. tabel 1.6

(5) Ugunstige udenrigsøkonomiske antagelser under et ved uændret nominal lønudvikling, jf. tabel 1.7

(6) Ugunstige udenrigsøkonomiske antagelser under et ved uændret realloansudvikling (=underskudsforløb), jf. tabel 1.8

Bilagstabel 1.3. Effekt i 1990 af de enkelte ændrede antagelser i underskudsforløbet. Ændring i forhold til overskudsforløbet.

Effekt af	Ændring i		
	Beskæftigelse (1000 fuldtids- personer)	Betalings- balancesaldo (mia. kr.)	Offentlig budgetsaldo (mia. kr.)
1) Lavere udlandsvækst 1986-90	-30	-2.4	-9.0
2) Større prisstigninger på importerede råvarer 1986-90	-22	-9.1	-13.5
3) Højere udlandsrente og rentespend, 1986-90	-12	3.3	-15.2
4) Antagelserne 1+2+3 kombine- ret med uændret nominal løn	-52	-10.3	-33.6
5) Antagelserne 1+2+3 kombine- ret med uændret reel løn	-69	-21.1	-38.9

Ann. Nærmere detaljer fremgår af tabel 1.4 - 1.8.

Bilagstabel 1.4. Effekt af antagelse om lavere udlandsvækst 1986-90. Ændring i forhold til overskudsforløbet.

		1986	1987	1988	1989	1990	1995	
Ændring i:								
Beskæftigelse	1000 fuldtidspers.	-11	-15	-19	-25	-30	-37	
	Pct. af arb.styrken	- 0.4	- 0.6	- 0.7	- 0.9	- 1.2	- 1.4	
Betalingsbalancesaldo								
	Mia.kr.	1.5	2.4	1.2	- 0.9	- 2.4	- 3.5	
	Pct. af BFI	0.3	0.4	0.2	- 0.1	- 0.3	- 0.4	
Offentlig budgetsaldo								
	Mia.kr.	-3.1	-4.9	-6.1	- 7.4	- 9.0	-15.5	
	Pct. af BFI	-0.6	-0.9	-1.0	- 1.2	- 1.3	- 1.8	
							1985-90	1985-95
Akkumulerede private nettoerhvervs-								
investeringer, ændring i								
	- Mia.kr. 1980-priser		-9.6			-18.4		
	- i pct. af grundforløb		-8.4			- 8.1		
Akkumuleret offentlig budgetsaldo,								
ændring i mia.kr.								
			-30.5			-92.2		
Akkumuleret betalingsbalancesaldo,								
ændring i mia.kr.								
			1.8			-14.6		

Ann.: Væksten på udenlandske markeder antages at være 1.5 pct. p.a. 1986-90 mod overskudsforløbets 2.5 pct. Alle øvrige forudsætninger uændrede.

vikling i konkurrerende virksomheder i udlandet.⁸⁵⁾

Den lavere eksport dæmper det indenlandske aktivitetsniveau og trækker dermed en reduktion af forbruget og især erhvervsinvesteringerne (som reagerer kraftigt på svingninger i afsætningsforholdene) med sig. Da importindholdet i såvel eksporten som erhvervsinvesteringerne er forholdsvis højt,⁸⁶⁾ medfører den lavere eksport også en betydelig importreduktion. Den samlede virkning på betalingsbalancen er derfor paradoksalt nok en mindre forbedring de første par år. Faldet i beskæftigelsen, som overgangsvis modificeres af faldet i produktivitetstigningstakt, svarer til godt 1 pct. af arbejdsstyrken.

I tabel 1.5 er vist effekterne af større prisstigninger på råvare- og energiimporten end antaget i overskudsforløbet. Resultaterne i tabellen er fremkommet ved en uændret udvikling i de nominelle løn- og transferingssatser; de afledte indenlandske prisstigninger, som importprisstigningerne (og en lidt svagere produktivitetstudvikling) medfører, resulterer derfor i et fald i realtimelønnen på i første år knap 1 pct. stigende til 2.7 pct. i 1990 sammenlignet med realtimelønnen i overskudsforløbet.

Bytteforholdet er i første år blevet forringet med omkring 1.5 pct. og i 1990 med godt 1 pct.⁸⁷⁾ Resultatet er en kraftig betalingsbalanceforværring (1.4 pct. af bruttofaktorindkomsten i 1990), en forringet offentlig budgetsaldo og en stigning i ledighedsprocenten med knap 1 point.

Effekterne af en højere udlandsrente og et større rente-

85. Såfremt den lavere eksportvækst derimod er udtryk for, at efterspørgselsvæksten på de delmarkeder, hvor dansk eksport er koncentreret, viser sig at være langsommere end den gennemsnitlige udenlandske efterspørgselsvækst (som er uændret omkring 2.5 pct. p.a.), kan der ikke antages en tilsvarende lavere produktivitetstudvikling i udlandet, og man må i så fald forvente en svækkelse af dansk konkurrenceevne.
86. Det direkte og indirekte importindhold i eksporten er gennemsnitligt 39 pct., for driftsmiddelinvesteringer 58 pct. og for investeringer i bygninger og anlæg 17 pct. (1983).
87. At bytteforholdstabet er større i 1986 end i 1990 skyldes, at priserne på energiimporten i grundforløbet antages at falde i 1986 (og 1987) for herefter at stige med ca. 2.5 pct. om året. I den alternative beregning stiger energi- og råvareimportpriserne med 5 pct. i alle årene 1986-90; merprisstigningen er således størst i starten af beregningsperioden.

Bilagstabel 1.5. Effekt af antagelse om større prisstigninger på importerede råvarer 1986-90. Ændring i forhold til overskudsforløbet

	1986	1987	1988	1989	1990	1995
Ændring i:						
Beskæftigelse	1000 fuldtidspers. -11	-15	-16	-19	-22	-28
	Pct. af arb.styrken - 0.4	- 0.6	- 0.6	- 0.7	- 0.8	- 1.0
Betalingsbalancesaldo	Mia.kr. - 0.1	- 0.3	- 2.7	- 6.3	- 9.1	-11.3
	Pct. af BFI - 0.0	- 0.1	- 0.4	- 1.0	- 1.4	- 1.3
Offentlig budgetsaldo	Mia.kr. - 3.8	- 6.8	- 9.2	-11.0	-13.5	-24.4
	Pct. af BFI - 0.7	- 1.2	- 1.5	- 1.7	- 2.0	- 2.9
		1985-95				
Akkumulerede private netto- ethvervsinvesteringer, ændring i						
- Mia.kr. 1980-priser		-7.6			-15.7	
- i pct. af grundforløb		-6.7			- 6.9	
Akkumuleret offentlig budgetsaldo, ændring i mia.kr.		-44.3			-140.8	
Akkumuleret betalingsbalancesaldo, ændring i mia.kr.		-18.5			-68.3	

Anm. Priserne på importerede råvarer og energi antages at vokse med 5 pct. p.a. 1986-90 mod overskudsforløbets hhv. 2.5 og 1.0 pct. p.a. Alle øvrige antagelser uændrede.

Bilagstabel 1.6. Effekt af antagelse om højere udlandsrente og rentespænd 1986-90. Ændring i forhold til overskudsforløbet

	1986	1987	1988	1989	1990	1995	
Ændring i:							
Beskæftigelse	1000 fuldtidspers.	-9	-13	-15	-16	-12	3
	Pct. af arb. styrken	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.5	0.1
Betalingsbalancesaldo							
	Mia.kr.	2.1	3.6	3.9	3.5	3.3	1.0
	Pct. af BFI	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	0.1
Offentlig budgetsaldo							
	Mia.kr.	-3.5	-7.6	-11.5	-15.3	-15.2	0.6
	Pct. af BFI	-0.7	-1.3	-1.9	-2.4	-2.2	0.1
<hr/>							
		1985-90		1985-95			
Akkumulerede private netto-erhvervsinvesteringer, ændring i							
	- Mia.kr. 1980-priser		-17.2			-17.8	
	- i pct. af grundforløb		-15.2			- 7.7	
Akkumuleret offentlig budgetsaldo, ændring i mia.kr.							
			-53.1			-64.8	
Akkumuleret betalingsbalance-saldo, ændring i mia.kr.							
			16.9			19.9	

Anm.: Udlandsrenten antages at være 10 pct. i hvert af årene 1986-90 i modsætning til overskudsforløbets gradvise fald til 7 pct. Den indenlandske rente er 11 pct. frem for at falde til 7.5 pct. Alle øvrige forudsætninger uændrede.

spænd fremgår af tabel 1.6. Den større ledighed skyldes den lavere indenlandske aktivitet fremkaldt af det tilbage-
slag for erhvervsinvesteringer og boligbyggeri, som rentestigningen udløser. Det heraf afledte importfald er også
forklaringen på, at betalingsbalancesaldoen forbedres, selv-
om rentebetalingerne på udlandsgælden går i vejret (de er i
1990 godt 5 mia. kr. større end i overskudsforløbet; over-
skuddet på vare- og tjenestebalancen er derimod steget
med knap 9 mia. kr.). Privatforbruget er nærmest upåvirket,
bl. a. fordi stigningen i den private sektors renteindtægter fra
det offentlige er større end stigningen i sektorens rentebe-
talinger til udlandet.

Endelig angiver tabel 1.7 effekterne af at antage de tre
ovennævnte ændringer i forudsætninger samtidigt. Bereg-
ningen bag tabellen adskiller sig således alene fra under-
skudsforløbet ved ikke ovenikøbet at antage "reallønsstiv-
hed" på arbejdsmarkedet. Denne særskilte antagelses be-
tydning for det samlede resultat fremkommer ved en sam-
menligning af tabel 1.7 og 1.8. Det fremgår, at forskellen
især vedrører udviklingen på betalingsbalancen, hvor stig-
ningen i udlandsgælden i 1990 er mere end dobbelt så stor i
tilfældet med uændret realløn (1.8) som i tilfældet med fast-
holdt nominal lønudvikling (1.7).

Det mindre beskæftigelsesfald de første år i tilfældet med
uændret realløn (underskudsforløbet) skyldes det højere for-
brugs- og dermed aktivitetsniveau, som de højere realind-
komster resulterer i. Det modsvares dog af en lavere eks-
port, således at forskellen på bruttonationalproduktet i
1990 er forsvindende. I 1990 er BNP i underskudsforløbet
0.2 pct. over niveauet i tabel 1.7's forløb, hvor den nominal-
le løn er uændret (og reallønnen derfor faldet). Eksporten er
2.8 pct. lavere og privatforbruget 1.5 pct. højere. Den lidt
højere ledighed i tabel 1.8, på trods af det større BNP, skyl-
des de større produktivitetstigninger, som følger af, at ar-
bejdskraft er en dyrere produktionsfaktor ved fastholdt real-
løn end ved fastholdt nominal løn og derfor substitueres
med øget kapitalanvendelse. I underskudsforløbet (1.8) er
arbejdskraftforbruget pr. enhed maskinkapital ved nyinve-
steringer ca. 10 pct. lavere end i forløbet med uændret no-
minel løn (1.7).

I underskudsforløbet med "reallønsstivhed" er den reale årsløn for en fuldtidsbeskæftiget lønmodtager godt 5 pct. over 1985-niveauet; i tilfældet med uændret nominal lønudvikling medfører de højere prisstigninger, at reallønnen i 1990 er på samme niveau som i 1985.

9. Det fremgår, at spillerummet for nedbringelse af ledigheden ved hjælp af finanspolitiske lempelser, som er forholdsvis stort i overskudsforløbet, reduceres i takt med forringelsen af de udenrigsøkonomiske forhold. Det fremgår desuden, at reduktionen af spillerummet vil være mærkbar, selvom blot en enkelt eller enkelte af overskudsforløbets udenrigsøkonomiske antagelser ikke holder stik - omend forværringen af de samlede balanceproblemer fordeler sig forskelligt på stigning i ledighed og forværring af betalingsbalancesaldo.

En reduktion af eksportvæksten vil således på kort sigt lade betalingsbalancesaldoen forholdsvis upåvirket, men til prisen af en kraftig stigning i ledigheden. En fastholdelse af samme ledighedsudvikling som i overskudsforløbet ved hjælp af en mere lempelig finanspolitik vil medføre en markant forringelse af betalingsbalancen.⁸⁸⁾

Større prisstigninger på importerede råvarer vil omvendt især belaste betalingsbalancen, omend beskæftigelsen også forringes. Lønreaktionen ved en sådan bytteforholdsforringelse er afgørende for, hvor meget det finanspolitiske spillerum reduceres, men selv i en situation, hvor den indenlandske lønstigningstakt er upåvirket af den af bytteforholdstabet fremkaldte stigning i inflationstakt, er betalingsbalanceudviklingen så ugunstig, jfr. tabel 1.5, tabel 1.7 og figur 1.3, at der er meget snævre grænser for anvendelse af finanspolitikken til nedbringelse af ledigheden.

88. Hvis ledigheden i 1990 skal være uændret i forhold til overskudsforløbet i en situation med den her antagne lavere eksportmarkedsvækst, vil det resultere i en forværring af betalingsbalancestillingen med ca. 12 mia. kr. i 1990, hvis beskæftigelsesudviklingen opretholdes ved hjælp af et større offentligt varekøb. Hvis omvendt betalingsbalancestillingen ønskes uændret i 1990, vil den nødvendige finanspolitiske stramning, hvis denne foretages gennem reduktioner i det offentlige varekøb, resultere i en forøgelse af ledigheden med omkring 5000 personer.

Dette gælder især, hvis en nedbringelse af det offentlige budgetunderskud har høj prioritet. I så fald vil der selv i en situation, hvor den eneste forskel til overskudsforløbet er en højere udlandsrente og et større rentespænd, og hvor betalingsbalanceudviklingen er bedre end i overskudsforløbet, jfr. tabel 1.6 og figur 1.3, være blokeret for en mere ekspansiv finanspolitik.

Der er således kun en stramning af indkomspolitikken tilbage som instrument til samtidigt at forbedre beskæftigelsen og betalingsbalancen. Såfremt et arbejdsløshedsniveau og en betalingsbalancesaldo i 1990 svarende til overskudsforløbets skal realiseres alene ved hjælp af indkomspolitiske midler i en situation, hvor de udenrigsøkonomiske betingelser er som i underskudsforløbet, vil det, jfr. tabel 1.7 og figur 1.3, ikke være tilstrækkeligt med en uændret nominal lønudvikling; det vil kræve en reduktion af den årlige lønstigningstakt med omkring 3 procentpoint i alle årene 1986-90 sammenlignet med overskudsforløbets i forvejen meget beherskede lønstigninger på i gennemsnit 4.5 pct. p.a. for årene 1986-90.

Kravene til indkomspolitikken vil i en sådan situation være så store,⁸⁹⁾ at mulighederne for at opnå en tilfredsstillende reduktion af ledighed og betalingsbalanceunderskud ad den vej må anses for overordentlig tvivlsomme.

89. Den reale årsløn for en fuldtidsbeskæftiget lønmodtager er som nævnt i overskudsforløbet godt 5 pct. højere i 1990 end i 1985; i et forløb med det samlede sæt af ugunstige udenrigsøkonomiske vilkår og med den anførte "nødvendige" reduktion i lønstigningstakt vil den reale årsløn i 1990 være ca. 2 pct. lavere end i 1985.

Bilag 2

Rentedannelse i små og store lande

Hensigten med nærværende bilag er at give en mere uddybende gennemgang af nogle af emnerne i kapitel IV i redegørelsens del I, end det har været muligt inden for selve kapitlets rammer.

Bilaget falder i tre dele: Først (i del A) behandles forskellige emner i tilknytning til rentedannelsen i en lille, åben økonomi. Dernæst belyses i del B rentedannelsen i den internationale økonomi, og endelig ses i del C på de faktorer, der kan være ansvarlige for det høje renteniveau i verden i 1980'erne.

A. Valutakursregime, valutabestemmelser og rentedannelsen i en lille, åben økonomi

I denne del gennemgås nogle aspekter af rentedannelsen generelt i en lille, åben økonomi, idet der ses på to faktorer, der indvirker på omfanget og karakteren af transmissionen fra udenlandske renter til renterne i den betragtede lille, åbne økonomi, nemlig valutakursregimet og valutabestemmelserne.

2.1 Valutakursregime og rentedannelse

Det valgte valutakursregime af stor betydning for den indenlandske renteutvikling

Den betragtede lille, åbne økonomis valg af valutakursregime er af største betydning for renteutviklingen indenlands. Det ligger i ordene "lille, åben", at økonomien i stort omfang modtager impulser (realøkonomiske såvel som finansielt betonedede) udefra, men ikke selv kan påvirke den økonomiske udvikling udenfor i nævneværdig grad. Efter som valget af valutakursregime netop er meget afgørende for, på hvilken måde og i hvilken form påvirkningen udefra indløber til den betragtede økonomi, skal de forskellige alter-

nativer samt deres implikationer kort skitseres.

Yderpunkterne for valutakursregimer er hhv. rent flydende valutakurs og helt fastholdt valutakurs. Mens definitionen af flydende valutakurs ikke volder større problemer, kræver karakteristikkene af fastkurspolitik besvarelse af spørgsmålet "fast i forhold til hvad?", jfr. nedenfor.

En rent flydende valutakurs

At holde en rent flydende valutakurs betyder enkelt formuleret, at fastsættelsen af værdien af det lille lands valuta helt overlades til markedskræfterne og ikke søges påvirket gennem de indenlandske økonomisk-politiske myndigheders direkte indgreb på valutamarkedet. Det er således alene samspillet mellem inden- og udenlandske private agents efterspørgsel efter og udbud af den pågældende valuta, der afgør dens værdi på ethvert tidspunkt.

...og høj grad af kapitalmobilitet

Under ren flydning vil den indenlandske renteutvikling, afhængigt af potentialet for kapitalbevægelser ind og ud af den lille, åbne økonomi, kunne blive bundet ganske meget op på forventningsdannelsen på valutamarkedet. Hvis investorer og långivere i ind- og udland reagerer meget kraftigt på selv små forskydninger i forrentningen (rente plus evt. valutakursgevinst eller -tab) af indenlandske fordringer i forhold til udenlandske (d.v.s. hvis der er høj grad af kapitalmobilitet), vil indenlandske renter komme til at følge de tilsvarende udenlandske nøje, når disse vel at mærke korrigeres for forventede bevægelser i værdien af de pågældende udenlandske valutaer udtrykt i indenlandsk mønt. Såfremt der regnes med uændrede valutakurser (såkaldte statiske forventninger), vil indenlandske nominelle renter umiddelbart kunne knyttes tæt sammen med de udenlandske, mens forventninger til eksempelvis nedskrivning af den indenlandske valuta vil drive en kile ind mellem renterne i økonomien og i dens omverden og skabe et forholdsvis højt indenlandsk renteniveau.

Mens de økonomisk-politiske myndigheder selvsagt ikke kan influere på udenlandske renter, vil valutakursforventningerne bl.a. tage udgangspunkt i forventningerne til fremtidig økonomisk politik i den lille, åbne økonomi (og dens udland). I praksis vil mulighederne for at bedømme valutakursfor-

ventningerne (og udviklingen heri) dog under ren flydning være mindst lige så ringe som mulighederne for at skønne over selve valutakursudviklingen. Det står således fast, at høj grad af kapitalmobilitet under flydende kurser implicerer begrænset mulighed for at styre den indenlandske renteudvikling.

...og ringe grad af kapitalmobilitet

Dette gjaldt for en situation med høj grad af kapitalmobilitet. Reagerer kapitalbevægelserne kun trægt på forrentningsforskellen mellem aktiver i ind- og udland, vil indenlandske renter i tilsvarende lavere grad være bestemt af udenlandske renter og forventninger til valutakursudviklingen og i højere grad være direkte påvirkelig fra det lille lands pengepolitik.

Fast valutakurs

Det modsatte ekstrem består i at holde valutakursen fast. I en situation som i Bretton-Woods-perioden 1944-71, hvori alle betydende lande (i et tidsrum dog ikke Canada) bestræbte sig på fast relation mellem deres valuta og den amerikanske dollar, var det rimelig klart, at netop dette var, hvori fastkurspolitik bestod. Efter Bretton-Woods-systemets sammenbrud med opsplitning af verdens valutaer i mange typer af valutakursarrangementer er det anderledes svært at afgøre, hvad "fast kurs" betyder for en given lille, åben økonomis valuta.

Hvordan skal fast kurs fortolkes?

Fast kurs kan tolkes derhen, at der skal gribes ind på valutamarkedet for løbende at sikre en værdi af den nationale valuta, der f.eks. er neutral over for forholdet mellem landets eksportpriser og konkurrenters priser eller over for forholdet mellem importpriser og indenlandske varepriser. Endnu en mulig intention bag fast kurs kan være, at valutakursen skal være neutral over for værdien af nettotilgodehaven over for udlandet opgjort i den indenlandske mønt. De nævnte mulige intentioner bag og tolkning af fast valutakurs går ud på at isolere den indenlandske økonomi fra prisudviklingen i andre lande og fra udviklingen i kurserne mellem forskellige udenlandske valutaer. De tre nævnte eksempler på intentioner bag fastkurs er dog oftest uforenelige, hvilket illustrerer det noget arbitrære i begrebet fast kurs i en verden med mange uafhængigt flydende valutaer og adskillige andre typer af valutakurspolitik.

*Fast kurs i
praksis*

Fast kurs tolkes da også på vidt forskellig måde i praksis. Nogle lande holder valutamæssigt en fast relation til et enkelt land (som eksempel kan nævnes en lang række landes valutariske tilknytning til den amerikanske dollar og den østrigske schillings tilknytning til DM). Andre lande knytter deres valuta til en kurv af de vigtigste udenlandske valutaer (jfr. den svenske og den norske kroners binding til valutakurve). Atter andre deltager i et kurssamarbejde med en begrænset del af deres omverden, i hvilket der tilstræbes stabile relationer mellem de indgående valutaer (jfr. EMS). Uanset den konkrete praktiske udformning betyder en sådan fastkurspolitik dog typisk, at variationerne i valutakursrelationerne (og i forventningerne til kurserne) til det udland, som den betragtede lille, åbne økonomi har tættest finansielt samkvem med, bliver noget mindre end i en situation med helt fri flydning af landets valuta.

*Fast kurs giver
mere direkte
rentesammen-
binding med
udlandet*

Med helt fast kurs i en af ovennævnte betydninger nedsættes således valutakursforventningernes påvirkning af de indenlandske renter, og i hvert fald med høj grad af kapitalmobilitet mellem ind- og udland får nominelle indenlandske renter da en ret direkte tilknytning til (et gennemsnit af) udenlandske renter.

*Andre former
for valuta-
kurspolitik*

Mellemformer for valutakurspolitikken som styret flydning ("managed float"), krybende devalueringer eller sjældne, men store kursjusteringer ligger mht. rentedeterminanter mellem ekstremerne fast og flydende valutakurs, idet valutakursforventninger med tilstrækkelig kapitalmobilitet spiller nogen rolle for den indenlandske rentedannelse. Måske kan valutakursforventninger endog blive lige så betydningsfulde for den indenlandske rentedannelse i tilfældet med store, diskrete justeringer af valutaens værdi som i tilfældet ren flydning, både på grund af justeringernes størrelse, og fordi der kan herske særlig stor usikkerhed omkring kursjusteringstidspunktet.

2.2 Valuta- og kapitalbevægelsesrestriktioner og rentedannelse

Rentedannelsen og det institutionelle set-up

Så vidt rentesammenhæng med udlandet under flydende og faste kurser og andre typer af valutakursarrangementer. En anden vigtig faktor for graden af rentesammenhæng med omverdenen er det institutionelle set-up omkring de finansielle strømme mellem ind- og udland, som det udmønter sig i graden af kapitalmobilitet mellem ind- og udland.

...særlig valutabestemmelserne

En facet af det institutionelle set-up er antallet og størrelsen af finansielle og andre foretagender, der er engageret i udveksling af aktiver med omverdenen, samt hvilke aktiver der handles med udlandet.⁹⁰⁾ En anden og lige så vigtig facet, som i øvrigt øver klar indflydelse på den første, er de love og bestemmelser, der vedrører indlændinges erhvervelse af udenlandske aktiver og omvendt udlændinges erhvervelse af fordringer på indlændinge.

I kapitel II i redegørelsens del I er der givet en beskrivelse af udviklingen for Danmarks vedkommende mod stadigt større grad af liberalisering i løbet af den sidste snes år, hvad fordringsudveksling med omverdenen angår. En parallel udvikling har kunnet iagttages i andre mindre lande. Generelt kan det slås fast, at jo flere fordringstyper af jo større beløb, der kan udveksles mellem jo flere typer af agenter i ind- og udland, desto mere integreres de indenlandske kapitalmarkeder i de udenlandske/internationale, desto tættere sammenhæng fremkommer mellem inden- og udenlandsk renteutvikling, og desto mindre bliver graden af pengepolitisk autonomi i den lille, åbne økonomi.

90. I forbindelse med en karakteristik af, hvilke finansielle og andre foretagender, der udveksler fordringer mellem lande, må selvsagt de finansielle formidlere, der er virksomme på Eurovalutamarkederne, medtages. Det er uomtvisteligt, at fremkomsten af Eurovalutamarkederne i sig selv har gjort de enkelte industrilande - også de mindre - mere eksponerede til eksterne forhold. Endvidere har det betydet større kapitalbevægelser (under faste valutakurser), respektive mere fluktuerende valutakurser (under flydende kurser) ved en given, fra udlandet afvigende, pengepolitik i det enkelte industriland.

2.3 (Pengepolitisk betonedede) afvejninger i valget af valutakursregime

*Elementer i af-
vejningen er...*

*...graden af
pengepolitisk
autonomi*

*...instrumen-
ternes virk-
ningsgrad*

*...og kontrol-
lerbarhed*

I ydertilfældet med rent flydende valutakurs vil den omstændighed, at de indenlandske økonomisk-politiske myndigheder ikke retter nogen instrumenter efter en styring af den internationale værdi af landets valuta, umiddelbart betyde, at friheden til at anvende f.eks. pengepolitiske instrumenter til styring af den indenlandske økonomiske udvikling bliver størst mulig. Graden af økonomisk-politisk autonomi er tilsyneladende på maksimalt niveau med en sådan rent flydende valutakurs. Endvidere er ifølge traditionel økonomisk teori visse af de økonomisk-politiske instrumenter (pengepolitiske) særligt virkningsfulde under flydende valutakurs.

Det er imidlertid tvivlsomt, om forholdene er så gunstige med en flydende valutakurs, som det således umiddelbart kunne se ud til; i praksis vil det nemlig være meget svært at forudse udviklingen i den nationale valutas værdi, når valutakursen flyder. I det valutakursen er af stor betydning for udviklingen i økonomiens konkurrenceevne og bytteforhold i udenrigshandelen, hvilke på deres side indvirker på udviklingen i produktion, beskæftigelse m.v., er tilskuddet til den indenlandske økonomiske udvikling fra kursbevægelser svært forudsigeligt. Med en sådan usikkerhed omkring forløbet for væsentlige mål for den økonomiske politik, lægges der i ekstremitet med rent flydende valutakurs noget op til en kollision mellem størst autonomigrad og visse instrumenters høje virkningsgrad på den ene side og på den anden manglende kontrollerbarhed og forudsigelighed.

I det modsatte ekstrem med fast valutakurs er situationen, som man kunne vente, lidt den omvendte. Der kommer i sagens natur ikke noget (større) bidrag fra valutakursforskydninger til forskydninger mellem inden- og udenlandske priser, målt i samme mønt, hvorfor denne kilde til manglende forudsigelighed og styringsbesvær, hvad den indenlandske økonomiske politik angår, er elimineret. Til gengæld koster det noget i henseende til spillerum for de økonomisk-politiske instrumenter at forpligte sig til at holde fast valu-

takurs over for (gennemsnittet af eller et udsnit af) udlandet. Dels er kursjusteringsinstrumentet afskrevet - det gælder for så vidt også for tilfældet med flydende kurs - dels må penge- og finanspolitik, indkomstpolitikken m.v. indrettes sådan, at fastholdelse af kursrelationerne til omverdenen muliggøres. Endvidere vil ifølge økonomisk teori pengepolitikken være mindre effektiv under fast valutakurs end under flydning.

Vedrørende renteutviklingen i den lille, åbne økonomi noteredes det foran, at det slår i form af valutakursforventninger, der er med til at skille de indenlandske renter ud fra udviklingen i de udenlandske, er reduceret stærkt i tilfælde af fastkurspolitik. Hertil kommer det nævnte bånd på bl.a. pengepolitikken under fastkurspolitik pegende i retning af en vis harmonisering med pengepolitikken i udlandet, hvilket også virker i retning af at knytte uden- og indenlandske nominelle renter tættere sammen.

Fordele og ulemper ved flydende, hhv. fast valuta-kurs

En pengepolitisk betonet afvejning mellem yderpunkterne fri flydning og fastkurspolitik vil således indebære en afvejning af på den ene side virkningskraften og autonomien i pengepolitikken og på den anden side styrbarheden af den økonomiske udvikling (herunder renteutviklingen) samt muligheden for isolering fra de forskydninger i prisrelationer over for udlandet, der affødes af valutakursbevægelser. En del økonomer vil herudover se en fordel i den økonomisk-politiske disciplin, som forpligtelsen til at holde en fast valutakurs nødvendiggør i afbenyttelsen af de økonomisk-politiske instrumenter. Og andre vil påpege, at hvis de økonomisk-politiske myndigheder viser vilje til at holde en fast valutakurs, vil dette give gevinst på længere sigt i form af relativt lave (reale) renter.

Sammenligning med en valutakurspolitik med store, diskrete kursjusteringer

Det er nærliggende at sammenligne en tredje type valutakurspolitik, involverende diskrete, store kursjusteringer, med de anførte to ekstremer og vurdere en sådan justeringspolitik i forhold til fast, respektive frit flydende valutakurs. Kursjusteringspolitikken har selvsagt på papiret den fordel, at valutakursen i modsætning til de to andre kurspolitikker atter bliver et politikinstrument. Denne "kursjusteringsautonomi" skal dog også ses i sammenhæng med et vist tab af

autonomi i den øvrige økonomiske politik, idet kurspolitikken jo indebærer nogenlunde fastholdelse af valutakursen imellem de tidspunkter, hvori kursen justeres.

Kursjusteringspolitikken virker naturligvis mest efter hensigten, når justeringerne indeholder et overraskelsesmoment mht. tidspunkt og størrelse, samt når der ikke er mekanismer indenlands, der mht. pris- og omkostningsudviklingen i forhold til udlandet hurtigt neutraliserer effekten af kursjusteringerne. Når der imidlertid hersker stor usikkerhed blandt økonomiske agenter i ind- og udland mht. tidspunkt og størrelsesorden af kommende kursjusteringer, er det tænkeligt, at denne usikkerhed i mindst samme grad som under flydende kurser dels bliver indbygget i form af risikopræmier i den indenlandske rentedannelse, dels kan forhindre afviklingen af visse økonomiske transaktioner, som ville finde sted under vished om valutakursrelationerne.

Fordele og ulemper ved en sådan kursjusteringspolitik

Opsummerende kan det da fastslås, at fordelene ved en kursjusteringspolitik over for helt fast kurs er en mulighed for aktiv indgriben i pris- og omkostningsrelationerne til omverdenen, mens ulempen er introduktion af usikkerhed omkring den fremtidige valutakursudvikling med de finansielle og realøkonomiske virkninger, dette måtte have. Endvidere vil nogen påpege ulempen ved den mindre grad af disciplin i anvendelsen af de øvrige økonomisk-politiske instrumenter, som kan kendetegne kursjusteringspolitikken. Forpligtelsen til at holde nogenlunde fast kurs mellem justeringerne minder derimod selvsagt om forpligtelsen til at holde fast valutakurs. Over for frit flydende valutakurs er fordelene igen en større grad af kontrol med relativ pris- og omkostningsudvikling i indlandet, mens ulempen kan bestå i en vis fraskrivning af autonomi i pengepolitikken m.v. I begge tilfælde er usikkerheden omkring kursudviklingen et islæt, men det er ikke helt samme type usikkerhed og lidt vanskeligt at vurdere, i hvilket valutakursregime kursusikkerheden fører de største omkostninger med sig.

2.4 Afvejninger bag valget af liberaliseringsgrad i kapitalbevægelserne

Et gennemgående tema i nærværende pengepolitiske redogørelse er liberalisering af valutabestemmelser. Det er foran i dette bilag beskrevet, hvorledes rentedannelsen i en lille, åben økonomi sammenhænger med rentebestemmelser i udlandet under forskellige valutakurspolitikker og med forskellig holdning over for restriktioner på finansielt samkvem med udlandet.

Elementer i afvejningen bag valutabestemmelserne

...autonomi og kontrol

vs. velfærdsgevinster

Det økonomisk-politiske trade-off, der foretages i valget af liberaliseringsgrad, er vel basalt et trade-off mellem følgende forhold: På den ene side autonomi i den indenlandske rentedannelse og dermed i den realøkonomiske udvikling samt overskuelige udsving i kapitalbevægelser til og fra udlandet og i valutareserverne. På den anden side effektivitetsgevinster forbundet med intim sammenkobling med de internationale finansielle markeder. Afskærmning fra rentedannelsen i omverdenen opnås jo gennem relativt kraftige restriktioner på fordringsudveksling med udlandet, mens afvikling af disse restriktioner omvendt fremmer opnåelsen af de nævnte effektivitetsmæssige fordele ved i større omfang at åbne op for medtagelsen af internationale aktiver og passiver i indlændinges formuesammensætning.

Nogle vil hertil føje, at høj grad af liberalisering fremmer opnåelsen af billig finansiering af betalingsbalancen. Sammenhængen mellem underskudsfinansiering og graden af valut liberalisering er dog nok snarere, at genindførelse af ellers afviklede restriktioner på kapitalbevægelser vil kunne forværre lånebetingelser i udlandet, mens yderligere liberaliseringsbestrebelse vil have mindre effekt; altså en slags asymmetri i sammenhængen.

B. Rentedannelse i den internationale økonomi

Disponeringen af del B

I denne del ses der nærmere på elementerne i rentedannelsen i den internationale økonomi. Der tages udgangspunkt i, at det her i særlig grad (måske i endnu højere grad end vedr. realøkonomiske forhold) er vigtigt at fokusere på de traditionelle "toneangivende lande". De faktorer, der inden for denne gruppe af lande tilsammen bestemmer renteniveauerne, kan siges tilnærmelsesvis at være de samme som de, der ville bestemme renterne i en lukket økonomi. Dette leder da frem til en skitse af teorierne for rentedannelse i en lukket økonomi. I forlængelse af denne skitse er det i øvrigt nærliggende at hævde, at det finansielle system i en økonomi er uafhængigt af realøkonomiske forhold på det kortere sigt, mens omvendt finansielle forhold er mere integreret med realøkonomien på lang sigt.

Efter diskussionen af rentedannelsen i de toneangivende lande under eet gås der over til transmission af rentepulser mellem landene. Denne transmission kan udskilles i en transmission i kraft af (potentialet for) kapitalbevægelser og en mere indirekte transmission og er i øvrigt, som påvist i del A, afhængig af valutakursrelationerne mellem de pågældende lande.

Omend med fare for at oversimplificere søges sammenhængen mellem renteutviklingen i et enkelt større industriland og renteutviklingen i dets udland herefter beskrevet via en skelnen mellem korte og lange renter. Den direkte sammenhæng i renteutviklingen etableres via finansielle strømme mellem nationale kapitalmarkeder og også via strømme gennem de såkaldte Euromarkeder (herunder terminsmarkederne).

I beskrivelsen af rentetransmissionen er der ganske mange "bolde i luften": nationale renteniveauer, renter på Euromarkeder, præmier på terminsmarkeder, kurser på valutamarkeder osv. Det har da mening at se på en mere "simultan tilgang" til rentedannelsen. Et særligt aspekt af sammenhængen mellem finansielle markeder er valutakursdannelsen og herunder de indbyggede muligheder for "overshooting"-fænomener, hvorved valutakurserne på

kortere sigt frigøres helt fra underliggende realøkonomiske forhold i de involverede lande.

Endelig pointeres til slut i del B skattemæssige forholds betydning for rentesammenhæng mellem lande, en problemstilling, som underspilles indtil da.

2.5 Renteutvikling i de toneangivende lande

Det er vigtigt at starte med de toneangivende lande

Alene i kraft af deres størrelse og det hermed forbundne niveau for deres samhandel med andre lande samt som følge af størrelsen af deres interne kapitalmarkeder bliver renteutvikling og finansielle forhold i det hele taget i de toneangivende lande særligt interessante. Hertil kommer, at de mest betydende lande samtidig er kendetegnet ved høj grad af finansiell integration med omverdenen (intense kapitalbevægelser og låne/udlånstransaktioner over grænsen), samt at de nationale valutaer for disse vigtigste industrilande benyttes af andre lande som hjælpevalutaer, "vehicle currencies", i forbindelse med udenrigshandel (til fastsættelse af transaktioners værdi), international långivning (til værdisikring) m.v.

...først og fremmest U.S.A.

Uanset om man ser det fra den danske økonomi eller en hvilken som helst anden, er de finansielle forhold i U.S.A. af største betydning. Ifølge forskellige statistikker, der ganske vist nødvendigvis må være behæftet med stor usikkerhed, er over 60 pct. af alle de finansielle aktiver (obligationer, aktier m.v.), som handles internationalt, benævnt i dollars,⁹¹ ligesom dollaren benyttes som faktureringsvaluta i henved 50 pct. af den samlede verdenshandel. Tillige har U.S.A. traditionelt været karakteriseret ved et liberalt forhold til finansielle strømme ind og ud af den amerikanske økonomi, hvilket gør de amerikanske finanscentre, først og fremmest New York, til også nogle af verdens finanscentre.

Men også Vesttyskland, Stor-

Uden for U.S.A. tæller gruppen af lande med central placering i det finansielle verdensbillede i hvert fald fire: Vest-

91. Eksempelvis fremgår det af Figure 4.1 i R.B. Johnston: The Economics of the Euro-market, London, 1983, at knap 70 pct. af aktiverne i Euro-markederne er denomineret i dollar.

britannien, Japan og Schweiz

tyskland, Schweiz, Japan og Storbritanien International statistik tyder på, at de fem valutaer i de indtil nu nævnte lande tilsammen står for omkring 90 pct. af benævnelsen af internationale finansielle aktiver.

Årsagerne til Euro-markedernes opståen

De finansielle institutioner i U.S.A. er traditionelt underlagt faste reguleringer og love (mht. reservekrav m.v.). I slutningen af 1950'erne og begyndelsen af 1960'erne, hvor disse følte særlig snærende, samt hvor der i forbindelse med den voksende verdenshandel følte et udstrakt behov for i andre lande at kunne tilvejebringe dollars og dollar-denominerede finansielle fordringer så at sige uden om den amerikanske betalingsbalance, opstod de såkaldte "Eurovalutamarkeder". I disse markeder modtages indlån og ydes udlån lyden- de på anden valuta end den, der svarer til den geografiske placering af den pågældende finansielle institution, og ind- og udlånstransaktionerne er rettet mod både ind- og udlændinge.

Euro-markederne som 'parallel-markeder'

Det er bedst at tænke på aktiviteten på Eurovalutamarkederne som et komplement til bankers traditionelle udlandsforretninger (hvor bankerne modtager indlån eller yder udlån i den hjemlige valuta). Eurovalutamarkederne opererer parallelt med og er tæt relateret til nationale pengemarkeder, og på Euromarkederne gennemføres finansielle "en-gros"-transaktioner mellem en lang række internationalt orienterede finansielle institutioner i især industrilandene. Det største "delmarked" på Euromarkederne er Eurodollarmarkedet, det marked, hvor de finansielle transaktioner, der foregår mellem institutionerne, lyder på dollars. En stor del af de på dette marked deltagende agenter er udenlandske bankers filialer, fysisk placeret i f.eks. London, mange af dem med "moderbanker" på det amerikanske kontinent.

De toneangivende landes rentemæssige afhængighed af udlandet

Renteudviklingen på de nationale markeder i Nordamerika, Vesteuropa samt i Japan afhænger nu af dels nationale faktorer, dels forhold på finansielle markeder andre steder i verden - på andre nationale finansielle markeder samt Euromarkederne - , mens forholdene på Euromarkederne i sig selv bestemmes af forholdene på de nationale markeder.

En beskrivelse af renteforholdene i de toneangivende lande har således to dimensioner:

- en beskrivelse af nationale faktorer af betydning for nationale renteniveauer og dermed det gennemsnitlige renteniveau i de vigtigste industrilande,

- en beskrivelse af transmissionen af renteimpulser mellem landene (uden om og gennem Eurovalutamarkedene).

Mens der senere i del B ses på rentetransmission mellem de enkelte lande, skitseres her først nationale faktoreres betydning for det gennemsnitlige renteniveau i de toneangivende lande.

2.6 De toneangivende lande som et lukket system

Det gennemsnitlige renteniveau i de toneangivende lande under eet kan tilnærmelsesvis beskrives ved rentedannelsen i en lukket økonomi og dermed som resultat alene af faktorer inden for denne gruppe af lande.

*Ikke enighed om
rentedannelsen
i en lukket
økonomi*

Renteteori for den lukkede økonomi har altid tilhørt den kontroversielle del af den økonomiske teori og vil fremdeles gøre det. Omend der er nogen enighed om, hvorledes (nominelle) renter på kort sigt påvirkes af diverse pengepolitiske tiltag, er en mere udbredt enighed omkring rentedannelsen på kort og lang sigt ikke tilstede.

Elementer, der presser på for at komme i betragtning til forklaring af nominelle og reale renters højde, er

- a) de finansielle investorers og låntageres porteføljeadfærd
- b) opsparings- og investeringsadfærd i økonomiens forskellige sektorer
- c) prisforventninger (inflationsforventninger)
- d) skatteforhold.

*Portefølje-
teorien*

Porteføljeteorien tager sigte på beskrivelse af investorers adfærd, specielt det krav til det forventede afkast, som de ud fra afvejning med risiko i afkastet stiller til forskellige finansielle fordringer for at ville besidde disse. Teorien munder ud i, at af et givet aktiv vil investoren typisk kræve et desto større afkast, jo større andel af investorens formue der skal placeres i det pågældende aktiv. I en situation, hvor økonomiens investorers formuer består af bl.a. ikke eller kun symbolsk forrentede penge (likviditet) og rentebærende obligationer, vil investorerne således stille sig tilfreds med et mindre afkast på obligationerne, såfremt deres formue udvides, og formueudvidelsen alene tager form af penge.

*...fokuserer på
på beholdninger*

Porteføljeteoriens udsagn om rentedannelse - og her gælder teorien først og fremmest nominelle renter bliver i øvrigt ret komplicerede, når der tages hensyn til, at "menuen" af aktiver i økonomien består af finansielle fordringer med vidt forskellig løbetid og tillige af realaktiver som ejerandele til produktionskapitalen og ejerbeviser på fast ejendom etc. Hovedpunktet i porteføljeteorien er, at efterspørgsel og udbud af de forskellige aktiver er beholdningsefterspørgsel og beholdningsudbud.

*'Loanable
funds'-teorien
på strømstør-
relser*

Den rentedannelsesteori (ofte kaldet "loanable funds"-teorien) der tager sit udgangspunkt i økonomiens agents opsparings- og investeringsadfærd, fokuserer omvendt på reale renter og forklarer disse ud fra samspil mellem strømefterspørgsel og strømudbud af rentebærende fordringer. Realrenteniveauet bestemmes således i ligevægt mellem samfundets opsparring og investering. Med investeringerne som faldende ved en stigende realrente og opsparringen som stigende med realrenten kan ligevægtsrealrenten forskydes i vejret på to måder: dels ved at det ønskede investeringsniveau øges (skal det finansieres, må betalingen for opsparring sættes i vejret), dels ved at den ønskede opsparring falder (de investeringer, der gennemføres, kræves der nu højere afkast af).

*Renterne dannes
i en generel
ligevægt*

I den økonomiske litteratur har der været gjort forsøg på at afgøre, hvorvidt disse to renteteorier - den porteføljebaserede og den opsparings-investeringsbaserede - er ækvivalente eller ej. Hertil må nok bemærkes, at mens renteud-

viklingen på det helt korte sigt udelukkende er underlagt porteføljeovervejelser på de finansielle markeder (og altså i overensstemmelse med porteføljeteorien) er det rigtigst at se renteudviklingen på det lidt længere sigt som resultat af et samspil mellem alle økonomiens markeder, finansielle såvel som reale. I dette samspil kommer såvel formuessammensætningsovervejelser som overvejelser vedrørende opsparing og investering ind, hvorfor elementer fra begge teorier kommer til at præge renteudviklingen på dette sigt.

Inflationsforventningers betydning for renterne

Økonomer har igennem mere end det sidste halve hundrede år været opmærksomme på sammenhængen mellem agenternes forventninger til inflationen og niveauet for nominelle (og evt. reale) renters højde. Den fremtrædende amerikanske økonom Irving Fisher gjorde sig i 1930'erne til talsmand for, at prisstigningsforventningerne ville blive overvæltet i renterne i netop fuldt omfang, således at den forventede realrente ville være upåvirket af, at inflationsforventningerne eventuelt sattes i vejret. Senere er man blevet opmærksom på dels, at der er et samspil mellem skatteregler og inflation, der isoleret taler for, at inflationsforventninger mere end overvæltet i den nominelle rente, og dels, at sammenhængen mellem inflationsforventninger og nominal (og real) rente rettelig bør anskues under hensyntagen til samspillet mellem i det mindste økonomiens finansielle markeder og dens varemarkeder. Således influerer forventningerne til prisstigningerne på varer formentlig både på producenternes investeringsadfærd og på husholdningers opsparingsadfærd med implikationer for rentens højde, ligesom det er tænkeligt, at lysten hos virksomheder og husholdninger til at ligge inde med likvider/penge påvirkes af den forventning, disse har til prisstigningerne i økonomien.

Ikke klart svar fra empiriske undersøgelser

Den empiriske forskning omkring overvæltningen af prisstigningsforventninger i de nominelle renter giver ikke noget klart billede af størrelsen af denne. Der synes dog at være tale om desto større overvæltning, jo højere inflationstakten er, og endvidere bliver overvæltningsgraden mellem den faktiske inflation og renterne større, efterhånden som økonomiens agenter får vished for, at skiftet i inflationsniveau er vedvarende.

Skatteforholdenes betydning for renteniveauerne

Relationen mellem skatter og renter centrerer sig om dels den partielle sammenhæng mellem skatteforhold (marginalskattesatser) og rente og dels det renteniveau, der kommer frem som resultat af det generelle samspil mellem markederne i økonomien givet de skatteregler, der gælder for virksomheder, institutioner og enkeltpersoner.

Den partielle betragtning

Den nævnte partielle sammenhæng mellem rente og skattesats kan ses af følgende simple eksempel: Hvis en renteindkomstmodtager beskattes med marginalsats t , vil vedkommendes efter-skat realafkast af renteindtægten r være $r(1-t)-p$, hvor p står for inflationstakten. Jo højere marginalskattesats, jo lavere realafkast efter skat, eller - når investorerne forsøger at beskytte deres realafkast efter skat - desto større nominel rente skal betales til investor. Tilsvarende kan debitorer acceptere desto større nominel rente på et passiv, jo større deres skattesats er.

Billedet bør dog gøres mere komplet

I et mere komplet billede af rentedannelsen i økonomien vil imidlertid også skulle indgå de implikationer, som bl.a. skatteforholdenes betydning for værdien af skattemæssige afskrivninger i virksomhederne og derigennem på investeringsbeslutningerne måtte have for renteniveauet i økonomien.

Rentestrukturen

En sidste facet i nationale faktorerers betydning for nationale rentesatser er sammenhængen mellem finansielle fordringers løbetid og deres nominelle effektive forrentning, med andre ord rentestrukturen. Mens renterne på fordringer med lang løbetid, de "lange renter", må afspejle forventningen til inflationstakterne i en række/mange fremtidige perioder, afspejler renterne på fordringerne med kortere løbetid alene inflationsforventninger i en eller få perioder. Relationen til enhver tid mellem korte og lange renter dannes nu bl.a. ud fra det faktum, at en lang fordring skal kunne konkurrere med en serie af korte fordringer med en summeret løbetid svarende til den lange fordring. På denne måde kommer den lange rente til at afspejle forventningerne til de korte renter i mange fremtidige perioder og til inflationstakterne i disse perioder, tillige med den usikkerhed, som disse forventninger karakteriseres ved. I det simple tilfælde, hvor forventningerne regnes for helt sikre, bliver den lange rente et gennemsnit

De lange renter afspejler forventninger til korte renter i

af den nuværende og de fremtidige korte renter, mens det i et andet ekstrem, hvor de fremtidige korte renter såvel som inflationstakterne forventes at holde sig konstante på det øjeblikkelige niveau, vil gælde, at det spænd, der vil være mellem den lange rente og den konstante korte, udtrykker investorenes præmie for risiko ved investering i den lange fordring.

2.7 Det finansielle systems uafhængighed på kort sigt

En ofte anvendt karakteristik af finansielle markeder (særlig obligations- og aktiemarkeder) er, at "de på det korte sigt lever deres eget liv". Der er da også gode grunde til, at relationen mellem de finansielle markeder og realøkonomien ikke er særlig tæt på dette sigt, hvor i stedet forventninger til udviklingen i finansielle forhold i den nærmeste fremtid spiller en overordentlig stor rolle for de finansielle markeder.

Selvforstærkende processer på de finansielle markeder

For aktier og fastforrentede obligationer m.v. er de tænkelige og mulige svingninger i det samlede afkast (den effektive forrentning) af aktivet, som hidrører fra udsving i aktivets kursværdi, meget store i forhold til påtrykt rente eller ren dividende. Årsagen skal findes i, at stemningsskift på markederne kan sætte bevægelser i gang, som hurtigt bliver selvforstærkende, bl.a. fordi markedsdeltagerne venter sådanne store udsving, som sammenholdt med den helt anderledes træge udvikling i "fundamentals" (realøkonomiske forhold) nødvendigvis må tage sig noget drastiske ud.

Helt analoge betragtninger gør sig gældende på valutamarkederne, jfr. den senere omtale af "overshooting"-fænomener.

2.8 Transmission af renteimpulser mellem lande

Efter denne korte opregning af nationale faktorer, der er med til at styre renteudviklingen internt i de vigtigste industrilande - og udviklingen i det gennemsnitlige renteniveau heri - skal der ses på de baner, ad hvilke renteimpulser transmitteres fra land til land, og som således skaber sammen-

hæng i renteutviklingen i landene.

*Direkte og
indirekte
transmission*

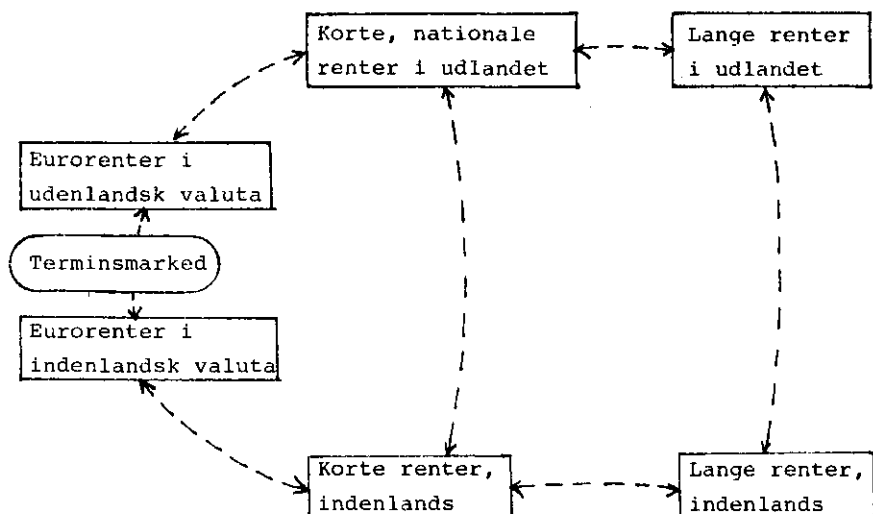
Man kan her skelne mellem en direkte transmission via kapitalbevægelser (eller blot potentialet herfor) og en mere indirekte transmissionen som resultat af, at de enkelte lande har incitament til at afstemme deres økonomiske politik med hinanden. Der findes i kapitel IV i redegørelsens del I en diskussion af, hvilke forhold af real eller finansiell karakter, der kan afstedkomme ønske om ændring i beholdninger af udlandsaktiver eller -passiver og dermed kapitalbevægelser over landegrænser. Endelig er det i del A i nærværende bilag omtalt, hvordan transmissionen af renteusving vil afhænge af valutakursregimet og dermed af, hvorvidt forskydninger i forventninger til valutakursudviklingen kan drive en kile ind mellem renteutviklingen i de enkelte lande.

*Hensigtsmæssigt
at skelne mel-
korte og lange
renter*

I en nærmere beskrivelse af sammenhængen mellem renter i et givet større industriland og renter i dets udland er det nok formålstjenligt at foretage en opdeling i korte, respektive lange renter. Mens nemlig Eurovalutamarkedene og terminkædningerne herunder spiller en vigtig rolle i sammenkædningen af forrentingen af korte fordringer på nationale kapitalmarkeder i ind- og udland, har disse ingen direkte indflydelse på sammenhængen mellem renter på lange fordringer i ind- og udland. I den lange ende er der til gengæld nogen plads til, at mere langsigtede eller "fundamentale" forhold kan påvirke spændet mellem renter i ind- og udland.

Nedenstående figur 2.1 er nyttig ved diskussionen af et givet større industrilands renterelationer til omverdenen. (Figuren passer udmærket i Tysklands, Storbritanniens eller Japans tilfælde, hvor der løber rentepåvirkning direkte gennem kapitalbevægelser mellem nationale kapitalmarkeder og mere indirekte gennem Eurovalutamarkedene. For U.S.A. er rentesammenhængen med udlandet svag, mens der er tæt binding mellem amerikanske pengemarkedsrenter og eurodollarrentesatserne for forskellige løbetider. I Danmarks tilfælde er eurokronerenten nærmest en "intern" rentesats, idet dannelsen af denne rente (på Eurokronemarkedet) som følge af kronens ringe betydning som international valuta er ret frigjort fra de øvrige eurovalutamarkeder).

Figur 2.1 Et større industrilands rentesammenhæng med udlandet.



Først behandles renterelationerne i den korte ende.

2.9 Renterelationer til udlandet for korte renters vedkommende

Betydningen af Eurovalutamarkedernes terminsfaciliteter

Ved sammenkædningen af nationale korte renter i de større industrilande er det hensigtsmæssigt først at behandle relationen mellem de forskellige eurovalutarentesatser (med fælles løbetid). Denne relation er snævert knyttet sammen med valutaterminsfaciliteterne på Euromarkedene. På disse terminsmarkeder kan et pengeinstitut mod betaling af en vis præmie (der kan være både positiv og negativ) i forhold til den øjeblikkelige kurs på et fastsat fremtidigt tidspunkt (terminen) overtage en sum af een valuta mod afgivelse af en anden valuta. I mellemtiden kan banken placere midlerne i en fordring lydende på den anden valuta med en løbetid frem til terminen og oppebære en rente r . Alternativt kunne pengeinstitutttet skaffe sig den første valuta på spotmarke-

En to-vejs sammenhæng mellem korte renter og terminspræmier

det og frem til terminen placere beløbet i en i denne valuta benævnt fordring på Euromarkedene og opnå renten r^* . Kaldes terminspræmien d , gælder, hvis de to alternativer er ligeværdige set fra bankens side, at $r^* = r - d$. Det ses, at valutaterminsmarkedet under Euromarkedene og specielt de terminspræmier, der erlægges på dette marked, vil komme til at bestemme sammenhængen mellem renter på fordringer i forskellige valutaer med løbetider, der er dækket af valutaterminsmarkedet. Omvendt bestemmes terminspræmierne selv af de renter, der kan opnås ved placeringer indtil terminen i fordringer benævnt i de to involverede valutaer.

Terminspræmier og valutakursforventninger

Eftersom et alternativ til dækning på valutaterminsmarkedene under Euromarkedene altid er "åbne" positioner, kan man stille spørgsmål om sammenhængen mellem terminspræmierne mellem to betydende valutaer og den forventede fremtidige udvikling i den tilsvarende valutakurs. Terminspræmier kan generelt afvige fra valutakursændringsforventninger som følge af enten, at terminsmarkedet er ufuldkomment eller for "tyndt", eller at der ligger en risikopræmie inde mellem terminsomkostningen og den forventede valutakursændring i et i øvrigt effektivt og veludbygget marked.

Det første punkt om markedsufuldkommenhed eller, at markedene for terminsvaluta er for tynde, er ikke relevant for så effektive markeder som Euromarkedene. (Derimod kan dette punkt være anderledes vigtigt for de "nationale" valutaterminsmarkeder, hvori private virksomheder sikrer sig mod valutakursrisiko gennem en terminskontrakt indgået med et indenlandsk pengeinstitut - der derefter kan dække sig ind ved at indgå en terminskontrakt på Euromarkedet eller ved at placere i eller afhænde en fordring benævnt i den pågældende udenlandske valuta).

Risikopræmier kan adskille terminspræmier og kursforventninger

Det andet punkt, eksistensen af en risikopræmie som begrundelsen for divergens mellem terminspræmie og forventet afkast, hviler på en vurdering i de internationale banker, der udbyder terminskontrakter, af ønskværdigheden af den betalingsusikkerhed, som de pådrager sig i forbindelse med

en terminskontrakt. Under forudsætning af, at en sådan bank ikke dækker sin position, vil kontrakten eksponere banken for udviklingen i kursen mellem de i kontrakten indgående valutaer. Afhængigt af, om bankens nettoindtægt ved terminskontrakten forventes at variere sammen med eller modsat afkastet af bankens øvrige portefølje, vil den i terminspræmien kunne betinge sig en positiv eller negativ risikopræmie oven i den forventede valutakursændring (og oven i selve omkostningen ved udfærdigelsen af terminskontrakten).

Risikopræmier kan dække over usikkerhed mht. både valutakurser og inflation

I argumentationen for denne risikopræmie blev der i realiteten taget udgangspunkt i den nominelle nettoindtægt ved terminskontrakten. Det kan imidlertid meget vel tænkes, at den betragtede internationale bank i stedet fokuserer på den samlede porteføljes realafkast, det nominelle afkast deflateret med det indenlandske prisniveau, hvorved den risikopræmie, der kan adskille valutakursforventning og terminspræmie, yderligere vil kunne indbefatte inflationsusikkerhed og samvariation mellem priser og valutakurs.

Beskedne risikopræmier af varierende fortegn er påvist

Der er igennem de senere år foretaget en del undersøgelser af, hvor godt præmierne på terminsmarkederne under Euromarkederne forudsiger den kommende valutakursudvikling. Disse undersøgelser synes at konkludere, at terminspræmierne er ret dårlige og heller ikke helt centrale skøn på valutakursudviklingen. Der ser ud til at være beskedne risikopræmier, som relativt hyppigt skifter fortegn, bl.a. afhængigt af retningen af ændringen i spot-valutakursen.

Den dækkede renteparitet er opfyldt

Også den dækkede renteparitet (ligheden $r^* = r - d$ ovenfor) underkastes til stadighed empiriske undersøgelser. Disse ender som regel med for Euromarkedets vedkommende, at pariteten så godt som er opfyldt.⁹²⁾ Det er kun små brøkdele af en procent, bl.a. forårsaget af omkostninger i forbindelse med udfærdigelse af kontrakterne på terminsmarkedet (som vejer tungest for de korte fordringers vedkommende) samt

92. En indlysende årsag til, at pariteten næsten holder, er, at eurovalutarenterne for andre valutaer end den amerikanske dollar ofte simpelt hen sættes til at være eurodollarenten plus terminspræmien for de pågældende løbetid.

måske nogen segmentering i markedet, der kan forhindre pariteten i at holde eksakt.

For de korte renter på Euromarkeds-fordringer benævnt i de mest betydende valutaer synes det således nogenlunde klart, at renteforskellen er forholdsvis fast forankret i terminsmarkedet, hvis præmier på deres side er knap så tæt relateret til forventningerne om den kommende valutakursudvikling.

Relationen mellem eurorenter og indenlandske korte renter

Forbindelsen mellem en given eurovalutarente (for en af de større valutaer) og den tilsvarende indenlandske pengemarkedsrente kommer herefter i stand i kraft af, at placering i eller låntagning fra Eurovalutamarkedet er et alternativ til eller kan finansiere indlændinges indskud i indenlandske pengeinstitutter. Kun i det omfang, indenlandske virksomheder eller pengeinstitutter betragter de nævnte to alternativer som kun imperfekte substitutter, eller indenlandske pengeinstitutter er udsat for forskellig regulering (mht. eksempelvis reservekrav) på ind- og udlændinges indskud, kan der fremkomme en forskel på tilsvarende eurovaluta- og indenlandske pengemarkedsrentesatser.

Reguleringsasymmetrier kan skabe et større spænd mellem disse

Faktisk tyder undersøgelser⁹³⁾ på, at der for de større valutaer faktisk i perioder har været et vist spænd mellem eurovalutaerne og tilsvarende nationale pengemarkedssatser, og at dette spændhovedsagelig skyldes - og varierer med - reguleringer af indenlandske pengeinstitutter. Den dækkede renteparitet mellem nationale korte renter i de store industrilande gælder derfor ikke helt eksakt.

Ud over via substitution mellem fordringer på eurovalutamarkedet og nationale pengemarkeder - den indirekte kanal - hænger de nationale korte renter også mere direkte sammen via de kapitalbevægelser, som den private sektor i ind- og udland foranlediger, jfr. figur 2.1.

93. F.eks i R.B. Johnston: The Economics of the Euromarket, Ch. 5. London, 1983.

2.10 Renterelationen til udlandet for de lange renters vedkommende

En direkte og en indirekte kanal

Herefter over til forbindelsen mellem renterne på lange indenlandske og lange udenlandske fordringer. Jævnfør ovenstående figur 2.1 er denne forbindelse resultatet af i hvert fald to kanaler. Dels en direkte kanal, der er knyttet til den direkte substitution mellem inden- og udenlandske værdipapirer, og dels en mere indirekte kanal, der hidrører fra, at der foregår substitution mellem korte og lange aktiver på nationalt plan, og at de korte renter i ind- og udland er bundet sammen direkte og via Euromarkedene.

Realøkonomiske forhold kan spille en større rolle for relationen mellem lange og korte renter

Den indirekte kanals "midterste led" er allerede diskuteret i det foregående afsnit, hvorfor der her skal dvæles ved den direkte kanal. Der er ikke for de lange renter - i modsætning til relationen mellem nationale renter i den korte ende - noget terminsmarked, som umiddelbart sørger for koordination mellem rentespænd og det forventede forløb for valutakurserne. Hvor endvidere den kommende valutakursudvikling på det korte sigt er styret af ændringer i renteforskel og af udviklingen i valutakursforventningerne og ikke videre relateret til realøkonomiske forhold, vil udviklingen i valutakurserne på det længere sigt være mere relateret til sådanne reelt betonedede faktorer - eller i hvert fald vil disse blive anset for nødvendige elementer i skøn over valutakursudviklingen på det længere sigt.

Købekraftsparitetsteorien som et 'anker'

Realøkonomiske forhold af betydning i denne forbindelse er udviklingen i det relative omkostnings- og prisniveau indenlands i forhold til i udlandet, udviklingen på betalingsbalansens løbende poster, i udlandsgælden, i den indenlandske aktivitet m.v.

Den simple "købekraftsparitetsteori" siger, at i det mindste på det lange sigt vil ændringer i nominelle valutakurser modsvare ændringer i forholdene mellem inden- og udenlandske priser. Denne købekraftsparitet kan nu bringes frem som et muligt "anker" for valutakursrelationerne på det længere sigt. Under fravær af usikkerhed mht. inden- og udenlandske lange renter og såfremt investorer er indifferente over for usikkerheden i den fremtidige kursudvikling samt ikke

påregner, at kursudviklingen i middel vil blive styret af andre faktorer end købekraftsparitet, vil spændet mellem inden- og udenlandske lange renter svare til den forventede valutakursændring og dermed til forskellen i langsigtet prisstigningstakt i ind- og udland.

Købekraftsparitetsteorien må suppleres med..

...andre real-økonomiske forhold

At inden- og udenlandske lange renter ikke er bundet sammen på denne måde, skyldes flere ting. For det første beskrives den realøkonomiske udvikling i ind- og udland som primær årsag til valutaers styrke eller svaghed på det længere sigt ikke alene ved langsigtet inflationsdifference eller forskel i omkostningsudvikling mellem ind- og udland. Betalingsbalancen styres af andre forhold end blot relativ prisudvikling, nemlig karakteren af den økonomiske politik samt teknologiske og ressourcemæssige forhold i bred forstand (produktivitetstigninger, billig eller dyr tilgang til råvarer, uddannelsesmæssig styrke, forskning og udvikling m.m.) Hertil kommer selvkært, at betalingsbalancen til enhver tid nødvendigvis må afspejle størrelsen af landets udlandsgæld, og alle disse ekstra faktorer bag udviklingen i betalingsbalancen såvel som i udlandsgælden må indregnes blandt de forhold, der styrer valutakursudviklingen på det længere sigt og således via valutakursforventningerne influerer på differencen mellem lange inden- og udenlandske renter.

...risiko- og porteføljepræmier

For det andet bestemmes sammenhængen mellem de lange renter af risiko- og porteføljepræmier forbundet med usikkerhed omkring det forventede afkast af investeringer i lange værdipapirer i ud- og indland. Denne usikkerhed hidrører fra usikkerhed mht. den forventede valutakursudvikling på længere sigt og kan også skyldes usikkerhed mht. udviklingen i de lange renter i fremtiden, i og med at disse renter typisk er afkastmål for aktiver med fast påtrykt rente (eller nogenlunde konstant dividendesats), men variabel kurs. Den risikopræmie, som investorer nu vil betinge sig for at investere i et aktiv med en usikker forrentning, vil da i almindelighed afgøres af, hvorledes afkastet af aktivet forventes at variere med afkastet af investorernes øvrige portefølje. Og som oftest vil gælde, at jo større en andel af deres portefølje investorer skal placere i et givet aktiv, desto større porteføljepræmie vil de betinge sig.

...samt implikationer af mulig substitution mellem lange og korte fordringer

For det tredje vil almindelige porteføljeovervejelser hos investorer omfatte hensyntagen til sammenhængen mellem kortere indenlandske renter og en given lang rente. Med substitution mellem korte og lange aktiver inden for investorerens porteføljer vil stigninger i korte indenlandske fordringers forrentning typisk bevirke forhøjelse også af den pågældende lange rente. Via de korte renter indenlands vil de lange renter derfor ud over de allerede nævnte forhold også afspejle udenlandske korte renter, kortsigtede valutakursforventninger m.v. - og muligvis i et andet omfang, end den sammenlignelige udenlandske lange rente allerede gør det. Denne tredje begrundelse for, at det lange rentespænd mellem ind- og udland kan afvige fra forskellen i langsigtet inflationstakt, er selvfølgelig eksistensen af, hvad der betegnedes den "indirekte kanal" ved indgangen til nærværende afsnit.

Konkluderende kan det derfor siges, at relationen mellem lange renter i et givet større industriland og dets omverden vil være bestemt af en blanding af langsigt købekraftsparitet og andre fremtidige realøkonomiske forhold, der indgår i valutakursforventningsdannelsen, af risiko- og porteføljepræmier forbundet med den mulige variation i lange fordringers afkast, og i et vist omfang af de samme forhold, som indvirker på renterne indenlands i den korte ende af spektret.

2.11 En simultan tilgang til rentedannelsen

Det er ovenfor forsøgt at beskrive de mekanismer, der bestemmer højden af de korte, respektive lange renter i et større industriland i forhold til renter i dets omverden. Relationen mellem de korte renter sås som delvis forankret i terminkmarkedet under Euromarkederne, der på sin side relateredes til den forventede valutakursudvikling, mens spændet mellem de lange renter i ind- og udland fremstilledes som også forankret i købekraftsparitetsteorien og andre realøkonomiske forhold samt risiko- og porteføljepræmier.

Rentedannelse som et samspil

I fremstillingen af rentedannelsen i åbne økonomier bør man imidlertid til stadighed være opmærksom på, at renterne

*mellem en række
finansielle
markeder*

*...implicerer
dobbelte sammen-
hæng mellem
f.eks. rente-
spænd og valu-
takurser*

*Vigtige rente-
teorier indpla-
ceret i forhold
til hinanden*

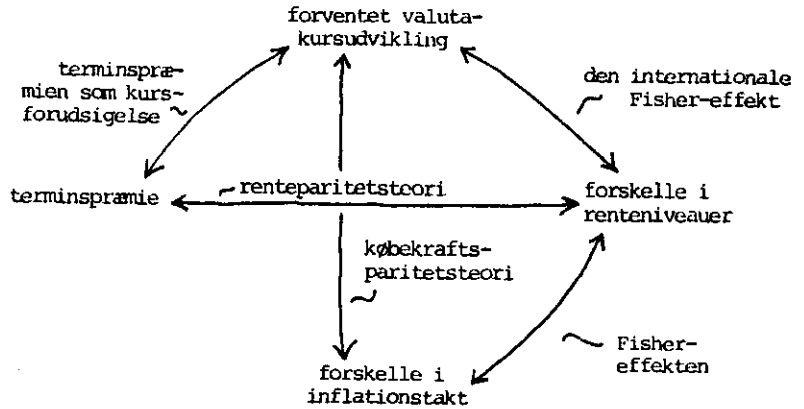
bestemmes i et samspil mellem en lang række markeder (i en generel ligevægt). Nogle økonomer taler om nødvendigheden af et "integrated approach" til rentedannelsen. Disse forhold er nok ikke kommet tilstrækkelig klart frem ovenfor; det blev til eksempel ikke tilstrækkelig præcist fremhævet, at den forventede valutakursudvikling og dermed i en vis grad præmierne på valutaterminsmarkedet bl.a. afhænger af den pågældende valutakurs' øjeblikkelige niveau. Dette niveau bestemmes på sin side af efterspørgsel og udbud af valutaen relateret til dels udenrigshandel, dels ensidige betalinger (til eksempel rentebetaling på udlandslån) og dels ønskede beholdningsforskydninger, dvs. kapitalbevægelser. Kapitalbevægelserne er på deres side bl.a. bestemt af relationen mellem uden- og indenlandske nominelle renter, hvorfor der alt i alt er en to-vejs sammenhæng mellem rentespænd og valutakurser. Ligeså gælder, at renter gennem indflydelsen på virksomheders kapitalomkostninger kan påvirke prisudviklingen i ind- og udland og dermed bevægelserne i valutakursen. Den dobbelte sammenhæng (via arbitrage) mellem terminspræmier og renteforskelle er allerede bemærket ovenfor.

Den simultane tilgang til rentedannelsen i den åbne økonomi illustreres ofte med den nedenstående figur 2.2, som indplacerer hovedhjørnestenene i den internationale finansielle teori i forhold til hinanden. Fisher-effekten vedrører relationen mellem renteforskel og forskel i inflationstakt i to lande. Ifølge denne vil realrenterne i de to lande tendere mod at blive udlignet som følge af kapitalmobilitet. Sammen med definitionen af realrenter giver dette ækvivalens mellem nominal renteforskel og inflationsforskel i de to lande.

Købekraftsparitetsteorien sætter som nævnt ovenfor (den langsigtede) valutakursudvikling i relation til trendvis forskel i inflationen i ind- og udland. Fisher-effekten og købekraftsparitetsteoriene kan siges at være en opsplittning af den såkaldte "internationale Fisher-effekt", som foreskriver ækvivalens mellem nominal rentedifference i to lande og den forventede udvikling i kursen mellem de to valutaer.⁹⁴⁾

94. Der er ingen tvivl om, at den internationale Fisher-effekt i sig selv er mere holdbar end både realrenteudligningshypotesen under Fisher-effekten og købekraftsparitetsteorien.

Figur 2.2 Et "integrated approach" til international rentedannelse



Nominelle renteforskelle kan også forklares ved renteparitetsteorien, der sammenkæder rentespænd med terminspræmier på valutaterminsmarkedet, men her gælder det som behandlet ovenfor også, at terminspræmien i et betydeligt omfang styres af forventningerne til valutakursudviklingen, således at den internationale Fisher-effekt og renteparitetsteorien ikke er ganske urelaterede. (Af nogen økonomer betegnes renteparitetsteorien den "dækkede renteparitet", mens den internationale Fisher-effekt tillægges navnet den "udækkede renteparitet").

'Dækket' og 'udækket' renteparitet

Det skal til slut pointeres, at mens renteparitetsteorien holder så godt som eksakt som en simpel arbitragekonsekvens, kan ingen af de øvrige relationer forventes at holde fuldstændig. Risiko- og porteføljepræmier, transaktionsomkostninger, skatteforhold og realøkonomiske forhold ud over relative priser i ind- og udland griber forstyrrende ind som påpeget i det foregående. Endvidere skal det understreges, at de mht. løbetidsdækning begrænsede termins-

...vedrører

*korte, resp.
lange renter*

markedsfaciliteter gør, at den dækkede renteparitet kun har direkte interesse som sammenhæng mellem korte renter, mens omvendt den internationale Fisher-effekt inddragende købekraftsparitet allerhøjest kan vedrøre sammenhængen mellem lange renter.

2.12 Overshooting-fænomener

*Meningen med
begrebet over-
shooting*

Det blev ovenfor under gennemgangen af rentedannelse i den lukkede økonomi anført, at priser på finansielle markeder på kort sigt "lever deres eget liv", relativt uberørt af den betydelig trægere udvikling i realøkonomien. Noget helt tilsvarende gælder for priserne på valutamarkedene - valutakurserne, når disse er overladt til markeds kræfterne. Herved kommer de såkaldte "overshooting"-fænomener frem, hvorved menes, at udsving i nominelle kursrelationer efter f.eks. et økonomisk-politisk ingreb (langt) overstiger udsving i relative priser eller omkostningsniveauer i de berørte lande.

*Et uundgåeligt
fænomen på va-
lutamarkedene*

Det er efterhånden vel eftervist i den økonomiske litteratur, at overshooting er et uundgåeligt fænomen med høj kapitalmobilitet, med agenter på valutamarkedene, der handler ud fra renteforskelle og eksplicite valutakursforventninger, og med skift i penge- og finanspolitik i de enkelte lande i forhold til deres omverden. I de senere år er der da også klare eksempler på overshooting i eksempelvis den amerikanske dollars internationale værdi fra 1980 og frem og i værdien for det engelske pund i perioder i samme tidsrum.

*Et eksempel:
nedsættelse af
pengemængde-
væksten i en
mindre, åben
økonomi*

Et eksempel på valutakurs-overshooting kan være følgende: betragt en mindre, åben økonomi med flydende valutakurs, som gennem en afstemning af penge- og finanspolitikken med omverdenen gennem nogen tid har holdt nominal og real rente på linie med omverdenens og holdt real og nominal kurs for den indenlandske valuta konstant. Hvis nu den betragtede økonomi iværksætter en stramning af pengepolitikken i form af en længerevarende sænkning af væksten i pengemængden, vil dette på det længere sigt ikke mærkbart berøre hverken realrenten indenlands eller den reale kurs for den hjemlige valuta, hvorimod valutaens nominelle kurs på

dette sigt vil øges støt og den nominelle rente ligge under udlandets svarende til forskellen i pengemængdevækst i ind- og udland. Stramningen af pengepolitikken er således i hovedsagen realøkonomisk neutral på lang sigt.

På kort sigt er pengepolitikken imidlertid ikke neutral, både som følge af påvirkningen af den indenlandske realrente og på grund af effekten på den reale valutakurs for den hjemlige valuta og dermed på konkurrenceevne og bytteforhold over for omverdenen. Figur 2.3 skitserer, hvad der kan ske.

*Træg reaktion i
produktion og
priser ligger
bag over-
shooting*

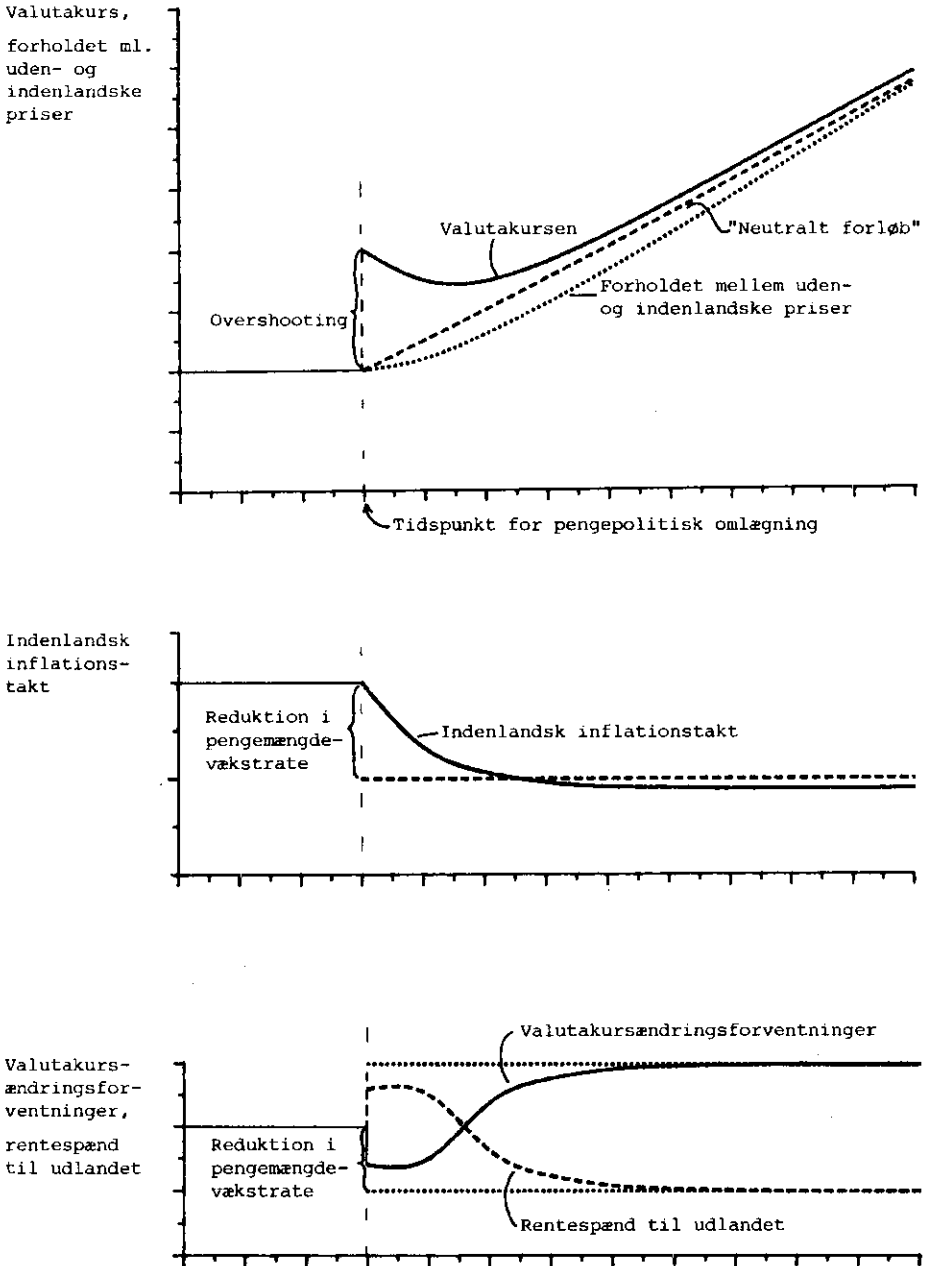
På grund af, at produktion og priser indenlands er trægt bevægelige på kort sigt, vil den reale efterspørgsel efter likviditet komme til at overstige det reale pengeudbud på det korte sigt. Den indenlandske nominelle rente må derfor forventes midlertidigt at kunne overstige den udenlandske for derefter gradvis at nærme sig denne fratrukket nedgangen i pengemængdestigningstakten. Idet der hele tiden vil være balance mellem det nominelle rentespænd til omverdenen og agenternes forventninger til ændringen i den nominelle kurs for den hjemlige valuta, vil valutakursændringsforventningerne følge et forløb, der nærmest er en "spejlvending" af forløbet for rentespændet til udlandet.

For at dette forløb for valutakursændringsforventninger som helhed nogenlunde skal modsvares af den faktiske valutakursudvikling (i.e. forventningerne til kursudviklingen være så godt som "rationelle"), må selve den nominelle kurs for den hjemlige valuta følge det i figuren viste forløb: først en nedskrivning i overensstemmelse med forventninger herom og et positivt rentespænd til udlandet, dernæst en vis opskrivning svarende til, at rentespændet over for udlandet bliver negativt, og endelig på det længere sigt en opskrivning i overensstemmelse med den lavere pengemængdevækst indenlands. For at der så at sige skal være "plads" til denne udvikling og samtidig plads til noget nær neutralitet af det pengepolitiske omsving på lang sigt, må valutakursen, når indgrebet bliver kendt, foretage et hop opad, altså "overshoote".

*Renteudviklin-
gen afstedkom-
mer 'hop' i
valutakursen*

Udviklingen i de indenlandske priser efter det pengepolitiske omsving berøres kun langs hen ad vejen, og i begyndelsen

Figur 2.3 Illustration af overshooting-fænomener ; en varig nedsættelse af pengemængdens stigningstakt.



vil den faktiske merinflation i udlandet ligge under den pro-centsats, der karakteriserer nedsættelsen af pengemængdevæksten. Kurven for det faktiske forhold mellem uden- og indenlandske priser vil således i starten ligge under "neutralitetskurven" (den stiplede linie, der skal symbolisere forholdet mellem uden- og indenlandsk pengemængde), men dog nærme sig denne efterhånden.

..den nominelle såvel som den reale valuta-kurs

Når således den faktiske valutakurs efter indgrebet ligger langt over neutralitetsforløbet, og prisforholdet ligger noget under, er det klart, at den reale valutakurs - den nominelle netop korrigeret for udviklingen i prisforholdet mellem uden- og indenlandske varer - berøres markant af omlægningen i pengepolitikken. Arealet mellem valutakurs-kurven og prisforholds-kurven er således udtryk for, hvor overvurderet den nominelle valutakurs er efter indgrebet.

Overshooting-fænomenerne understreger det futile i at påregne, at valutakurserne på det kortere sigt på nogen måde følger omsving i relative priser. Kun på det længere sigt, hvor overshooting fortager sig, kan man som determinanter for valutakursudviklingen fæste - omend begrænset - tillid til købekraftsparitet og andre realøkonomiske faktorer.

2.13 Skatteforhold og rentesammenhæng

Nødvendigt at inddrage skatteforhold

I gennemgangen ovenfor af sammenhængen mellem renteutviklingen i et større industriland og i dets omverden er skatteforhold og asymmetrier i beskatning blevet stort set ignoreret (kun omtalt i forbindelse med inflationens overvæltning i nominelle renter). Dette er naturligvis ikke forsvarligt, og nærværende afsnit skal da også antyde de komplikationer vedrørende rentedannelse i den internationale økonomi og rentesammenhæng mellem forskellige lande, som hidrører fra beskatningsforhold.

Skattemæssige asymmetrier inden for det enkelte land

For det første betyder asymmetrier inden for det enkelte land i beskatningen af forskellige fordringstyper komplikationer for den indenlandske rentedannelse. For alle agenttyper gælder, at dispositioner mht. investering eller låntagning træffes ud fra opgørelse af (forventet) disponibel real-

rente. Når nu visse agenter er skattefrie, hvad renteindtægter angår, mens andres (enkeltpersoner) renteindkomst bliver beskattet med meget høj marginalsattesats, og når afkast kan falde i form af påtrykt rente eller kursgevinst med ofte forskellig skattemæssig behandling, er det klart, at de forskellige agenter har vidt forskellig baggrund for at optræde på de enkelte fordringsmarkeder, samt at potentialet for skattearbitrage kan være enormt. Og prisdannelsen på de enkelte fordringsmarkeder - og dermed niveauet for nominelle effektive, før-skat-renter - kan komme til at hænge meget på de skattemæssige asymmetrier i det pågældende land.

Asymmetrier mellem forskellige landes beskatningsforhold

Udvides perspektivet til international rentedannelse og de fordringsmarkeder, der er åbne for både ind- og udlændinge, kommer forskelle i beskatningsregler i forskellige lande ind som en yderligere komplicerende faktor. Når to lande er kendetegnet ved forskellig skattemæssig behandling af renteindtægter fra en fordring, der udstedes i et af landene, er der med det samme åbnet op for international skattearbitrage. Ofte er det endvidere let for investorer hjemmehørende i eet land helt at unddrage sig beskatning af indtægter stammende fra placeringer i andre lande.

Muligheder for skatteunddragelse

Neutralitetsproblemer med nominelle skattesystemer

Det er klart, at sådanne internationale beskatnings-asymmetrier må indvirke på rentedannelsen i industrilandene. Ydermere kan det let eftervises,⁹⁵⁾ at samspillet mellem beskatning, inflation, renter og valutakurser bevirker, at ændringer i et lands inflationstakt ikke kan være neutral både over for realrenteforskellen mellem ind- og udland og over for den reale kurs for den indenlandske valuta. Denne neutralitetsbrist - hidrørende fra nominelle beskatningsregler - virker selvsagt ligeledes komplicerende for en udredning af sammenhængen mellem renteudviklingen i forskellige lande.

95. Der henvises til et notat med titlen "International rentedannelse og beskatning", som udleveres fra Det økonomiske Råds Sekretariat.

C. Høje realrenter i 1980'erne

i den sidste del af nærværende bilag skal der ses på årsagerne, så vidt de nu kan indentificeres, til det internationalt høje renteniveau i 1980'erne samt gisnes om, hvor længe endnu realrenterne vil befinde sig i et i forhold til 1970'erne højt leje.

2.14 Årsagerne til de høje realrenter

Det fremføres ofte, at de internationale renteniveauer siden slutningen af 1979 og begyndelsen af 1980 har ligget på et betydeligt højere niveau end i tiåret forud. Dette udsagn har en uomtvistelig gyldighed, for så vidt angår realrenterne, mens billedet af udviklingen i de nominelle renter er mindre klart, eftersom perioden efter 1980 har været karakteriseret ved aftagende faktiske inflationsrater i de fleste lande og givet også (omend formentlig med forsinkelse) nedgang i den forventede inflationstakt i de fleste lande. I den udstrækning, renteniveauerne i Danmark er bundet til de udenlandske, er mulighederne for at frembringe et lavt indenlandsk realrenteniveau herhjemme desto mindre, jo højere de udenlandske realrenter er. Det er derfor væsentligt at komme så nær som muligt en forståelse af faktorerne bag den historiske udvikling i det udenlandske (real)renteniveau som muligt, så meget desto mere som en sådan forståelse måske vil muliggøre et skøn over de internationale realrenter i fremtiden.

Væsentligt at kunne klarlægge faktorerne bag det internationale (real)renteniveau

Hvordan kommer sammenhæng i realrenteudviklingen i forskellige lande i stand?

Man kan indledningsvis stille spørgsmål om, hvad den betydelige uniformitet i realrentestigningerne i de større industrilande efter 1979 kan tilskrives. Som fremhævet i afsnittet ovenfor om sammenhængen mellem disse landes renteniveauer er det i første omgang de nominelle renter, der - på nær valutakursændringsforventninger - bliver knyttet sammen. Men hvis nu valutakursændringsforventningerne tilnærmelsesvis modsvarer forskellen i forventningerne til inflationstakterne i de pågældende lande, betyder det, at realrenterne i landene kommer til at svinge sammen. (I figur 2.2's termer vil en tilnærmelsesvis gyldighed af den internationale Fisher-effekt og af købekraftsparitetsteorien give

Fisher-effekten en vis gyldighed, om ikke mht. egentlig realrenteudligning, så dog mht. sammenhæng mellem realrenteændringer i de større industrilande.)

Ved en sammenligning af forløbet for realrenterne i de mest betydende industrilande fremgår det, at stigningen i realrenten kom først i U.S.A., nemlig midt på efteråret 1979. (I Schweiz noteredes dog en vis stigning i realrenterne allerede i begyndelsen af 1979, men de schweiziske rentesatser udviser et forløb, der er noget anderledes end i andre lande). Forhøjelsen af f.eks. de tyske realrenter kom ikke før et stykke inde i 1980. Dette tyder selvsagt på, at årsagerne til de høje realrenter i verden ikke mindst skal søges i forhold i U.S.A.

Forklaringsmuligheder

Flere forklaringer på de høje realrenter har været ført frem; det drejer sig om

a) det finanspolitiske stade (i U.S.A.) eller mere generelt en reduktion af opsparingen,

b) bedre rentabilitet i virksomhederne, højere profitter,

c) en gennemgående stram pengepolitik,

d) skift i investorers porteføljepræferencer,

e) en stigende forståelse for samspillet mellem rente, inflation og skat.

Der er udfoldet mange bestræbelser på at afgøre, hvor stor en vægt i forklaringen af realrenterne man kan tillægge hvert af ovenstående punkter. Nogle økonomer hælder næsten udelukkende til en stram pengepolitik i særlig U.S.A., men også de større europæiske industrilande som årsagen til de høje realrenter. Andre når frem til, at ingen af forklaringsmulighederne kan bære særlig stor vægt, men at flere af punkterne i fællesskab skal forklare fænomenet. Således konkluderer Olivier J. Blanchard og Lawrence R. Summers⁹⁶⁾ efter en større analyse, at den meget lempelige fi-

Flere af disse må kombineres..

96. I Brookings Papers on Economic Activity, 1984:2.

nanspolitik i U.S.A. i kombination med restriktiv pengepolitik i andre lande og med forventningen om stram fremtidig pengepolitik i U.S.A. sammen med et (i øvrigt ikke forklaret) skift i virksomheders rentabilitet i især U.S.A. må stå som hovedforklaringer af stigningen i realrenteniveauet, mens Alan Blinder i en kommentar til deres arbejde mener, at stram pengepolitik per se ikke kan afvises som en hovedforklaring.

Stram pengepolitik giver i en periode høje realrenter

Sammenhængen mellem stram pengepolitik i sig selv og høje realrenter er alment accepteret - en sådan pengepolitik hæver for en tid de nominelle renter og sænker efterhånden tilmed inflationsforventningerne. På det kortere sigt stiger realrenten (målt ud fra inflationsforventningerne) derfor med sikkerhed. På det mellemlange sigt må realrentevirkningerne derimod ventes at tage af; en stramning af pengepolitikken kan i sin karakter af nominelt indgreb ikke ventes at have større langsigtede reale effekter, og de nominelle renter må påregnes at falde efterhånden til et niveau, der er i overensstemmelse med faldet i inflationstakt sammenlignet med situationen før den pengepolitiske stramning.

Finanspolitikens rentevirkninger

...afhænger noget af den pengepolitiske respons

Forbindelsen mellem lempelig finanspolitik og realrenteniveauet er mindre klar og afhænger i nogen grad af den ledsagende pengepolitik. Dog synes der at være udviklet gode argumenter for, hvordan ekspansiv nutidig og fremtidig finanspolitik under neutral pengepolitik kan føre til rentestigning, og hvis de pengepolitiske myndigheder i en situation med lempelig finanspolitik føler sig tvunget til at "agere stopklods", synes realrentestigninger i hvert fald sikre nok. I modsætning til en pengepolitisk stramning er en finanspolitisk lempelse klart et indgreb af realøkonomisk karakter og må derfor forventes at kunne have en mere længerevarende virkning på nominelle og reale renteniveauer i økonomien.

Eksogene skift i porteføljepræferencer af mindre betydning

I og med at renter som belønning for at holde et aktiv frem for andre må være styret af investorernes præferencer mht. sammensætning af deres porteføljer på likvider, rentebærende finansielle aktiver og realaktiver som produktions- og boligkapital, kan renteudsving oplagt fremkomme som resultat af eksogene skift i disse porteføljepræferencer. Det

synes dog tvivlsomt, hvorvidt denne forklaringsmulighed kan betyde særlig meget rent kvantitativt.

*Rentabilitets-
stigning i
virksomheder
kan smitte af
på realrenter*

Ændringer i love og regler for virksomhedsudøvelse ("deregulering") i U.S.A., herunder omlægninger af virksomhedsbeskatningen, nævnes ofte som baggrund for forskydning opad i amerikanske virksomheders rentabilitet. Imidlertid kan der stilles spørgsmålstejn ved, om forbindelsen mellem øget rentabilitet i erhvervslivet og korte og lange renter på finansielle aktiver er særlig stærk. I den realrenteteori, der tager udgangspunkt i renten som sikrende ligevægt mellem opsparing og investering i samfundet, vil øget rentabilitet fremkalde større investeringsefterspørgsel, hvorfor realrenten må stige. Hælder man omvendt til porteføljeteorien, kunne man forestille sig, at den øgede rentabilitets primære effekt er at drive aktiekurserne i vejret, således at afkastet af midler investeret i aktier påny er i balance med afkastet fra finansiell anbringelse.

Nu er der nok selv i den sidste situation nogen afsmitning nedad på obligationskurser m.v. samtidig med, at aktiekurserne påvirkes i opadgående retning, således at renterne på finansielle fordringer faktisk stiger noget. Hvor meget afgøres af, hvor nære substitutter realkapital og rentebærende finansielle fordringer er.

*Aftagende 'fi-
scal illusion'?*

Den sidste mulige forklaring, at der blandt investorer igennem de senere år har vist sig en stigende forståelse for samspillet mellem rente, inflation og skat, lyder ret besnærende. Nogle økonomiske undersøgelser mener at kunne påvise en "fiscal illusion" hos investorer op til slutningen af 1970'erne, dvs. en manglende fraregning af skattebetalingsdelen af renteindtægten i investorernes opgørelse af renteindtægtenes reale værdi. Det er klart, at såfremt denne skattemæssige illusion er aftagende, vil investorer nedjustere deres opfattelse af realværdien for dem af i øvrigt uændrede rentebetalinger og formentlig presse på for at blive sikret en mere rimelig præmie ved investeringerne og dermed en acceptabel betaling for at udskyde forbrug. Hvad der styrker denne teori, er også det indiskutable faktum, at efter-skat realrenten for mange typer af investorer faktisk var negativ i flere perioder i 1970'erne i mange lande, således at investorer

direkte satte til ved at udskyde forbrug.

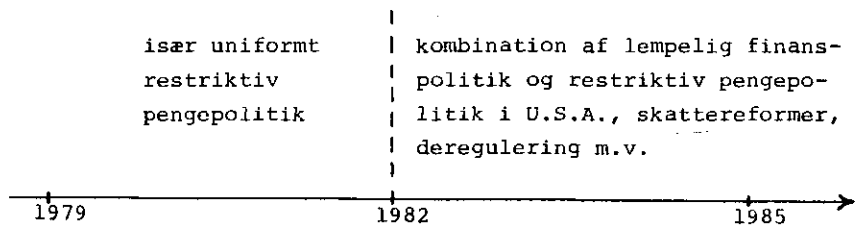
*En samlet
vurdering*

Ovenstående diskussion af årsagerne til de høje realrenter i verden i 1980'erne opsummeres formentlig bedst på den måde, at en tendens til ret restriktiv pengepolitik ikke bare i U.S.A., men også de større europæiske lande i perioder, i kombination med meget lempelig finanspolitik i U.S.A. og måske tillige en delvis fjernelse af den skattemæssige illusion synes at skulle udgøre hovedforklaringerne af de høje realrenter.

*...kan med fordel tilføjes et
tidsperspektiv*

Det er formentlig rimeligt at tilføje et tidsperspektiv til denne konklusion (jfr. figur 2.4). Således forekommer en ret uniform omlægning af pengepolitikken i de større industrilande (først og især i U.S.A.) fra slutningen af 1979 i en klart restriktiv retning at være hovedansvarlig for de høje realrenter frem til omkring 1982, i sammenhæng med forsinket og langsom tilpasning i inflationsforventningerne. Uniformiteten i den pengepolitiske stramning havde baggrund i fælles ønsker om at dæmpe det andet olieprischoks inflationære virkning og samtidig modvirke uønskede valutakurssvingninger.

Figur 2.4. Tidsperspektiv i forklaringen af de høje realrenter i den internationale økonomi



Fra 1982 og fremefter er det nok særlig den finanspolitiske

lempelse i U.S.A.,⁹⁷⁾ suppleret med fortsat ret restriktiv pengepolitik her, og kombineret måske med virkninger af deregulering af virksomheder og finansielle markeder, skattereformer m.v., der har ansvaret for, at realrenterne stort set har holdt sig i det høje leje.⁹⁸⁾

Siden marts 1985 er renterne i mange af de større industrilande dog faldet noget. I U.S.A. og Storbritannien bl.a. sammenhængende med diskontonedsættelser og i andre industrilande bl.a. som en pengepolitisk reaktion på svækkelsen af den amerikanske dollar. Tabel 2.1 indeholder en oversigt over vigtige rentesatser i U.S.A., Storbritannien og Vesttyskland ultimo årene 1980-84 og ultimo de to første kvartaler af 1985.

2.15 Hvor længe holder realrenterne sig i et højt leje?

Man kan nu stille spørgsmål om realrenteudviklingen i de kommende år. Det er her sandsynligt, at finanspolitikken i U.S.A. endnu en rum tid vil være ganske lempelig, og at budgetunderskuddet ikke vil blive reduceret væsentligt før mod slutningen af 1980'erne. Hvad pengepolitikken angår, er det tænkeligt, at en tiltagende svækkelse af dollaren de kommende år vil udløse væsensforskellige reaktioner hos de pengepolitiske myndigheder i U.S.A. og i Europa. Pengepolitikken i U.S.A. vil rimeligvis fortsat søge at dæmpe effekterne af den ekspansive finanspolitik og måske tillige i påkommende tilfælde blive lagt an på at undgå et drastisk og hurtigt fald i dollarens internationale værdi. Omvendt i Europa: her letter en svækket dollar noget på det pres, der tidligere har ligget på de pengepolitiske myndigheder i Storbritannien, Vesttyskland og andre lande i retning af at holde

Udviklingen i væsentlige determinanter

97. Denne tendens mod en lempelse af finanspolitikken i U.S.A. modvirkes dog i et vist omfang af en samtidig tendens til stramning i de andre store industrilande.

98. I artiklen "Behavior of US Interest Rates and Implications for Economic Activity", af Johnson and Scanlon i bogen "Nominal and Real Interest Rates. Determinants and Influences", Bank for International Settlements, March 1985, påviser forfatterne, at den observerede renteudvikling i U.S.A. er ganske konsistent med det, Federal Reserve Board's model ville forudsige, givet den faktiske udvikling i real output og pengemængde.

Tabel 2.1. Vigtige rentesatser i U.S.A., Storbritannien og Vesttyskland, 1979-85

Pengemarkedsrenter (3-mdr.-satser)	U.S.A.	Storbr.	Vestt.
Dec. 1979	13.70	17.00	8.70
- 1980	17.62	14.75	10.20
- 1981	12.78	15.69	10.80
- 1982	8.94	10.50	6.20
- 1983	9.89	9.31	6.30
- 1984	8.34	9.88	5.75
Marts 1985	8.94	13.06	6.20
Juni 1985	7.70	12.44	5.60
Juli 1985	7.85	11.13	5.00

Renter på offentlige obligationer	U.S.A.	Storbr.	Vestt.
Dec. 1979	10.20	13.83	7.91
- 1980	11.46	13.05	9.19
- 1981	14.33	15.02	9.71
- 1982	10.61	10.62	7.90
- 1983	12.00	9.94	8.38
- 1984	11.61	10.25	7.17
Marts 1985	11.92	10.34	7.44
Juni 1985	10.62	10.45	7.02
Juli 1985	10.91	10.16	6.88

Kilde: Morgan Guaranty Trust: World Financial Markets, August 1983, July 1985 og August 1985.

renterne oppe og derved undgå for stærk stigning og for voldsomme udsving i kursrelationer til dollaren.

Ses der således bort fra muligheden af, at den voksende forståelse for det tidligere lave afkast af finansielle anbringelser efter skat kan have forhøjet renterne varigt, synes der at kunne anes et vist yderligere fald i de internationale realrenter i løbet af de nærmeste år og i hvert fald inden udgangen af dette årti .

...peger i retning af et vist yderligere fald

Bilag 3

Statistisk belysning af de finansielle markeder

1. I dette bilag angives i form af figurer og tabeller en række statistiske oplysninger om penge- og kreditforholdene i Danmark. Hovedparten af figurerne og tabellerne beskriver udviklingen i de enkelte samfundssektors finansielle balancer ud fra den databank, der er opbygget til brug for beregningerne i denne redegørelses kapitel VI. Hertil kommer enkelte tabeller og figurer, som i oversigtsform gengiver statistiske oplysninger, der er indsamlet og offentliggjort af Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

2. Indledningsvis skal der kort redegøres for principperne bag opgørelsen af finansielle sektorbalancer.

En sektor, hvis samlede indtægter overstiger dens udgifter (incl. sektorens nettoudgifter til køb af realaktiver), har et finansielt overskud og dermed en positiv finansiell opsparing, mens en sektor, hvis udgifter overstiger indtægterne har et finansielt underskud (opsparingsunderskud).

Det samlede finansielle system er altid i balance forstået på den måde, at værdien af den samlede mængde aktiver svarer til værdien af den samlede mængde passiver. Det indebærer, at et finansielt overskud i en sektor altid modsvares af finansielle underskud i de andre sektorer: en sektor med underskud løser sit finansieringsbehov ved at udstede fordringer (eller nedbringe sin beholdning af fordringer) og disse erhverves af sektorer med et finansielt overskud, der på denne måde får løst deres placeringsbehov.

En sektor med opsparingsoverskud i en periode (et år) vil forøge sin finansielle nettoformue svarende til periodens overskud (idet vi i første omgang ser bort fra ændringer i prisen på sektorens aktiv- og passivbeholdning), mens en sektor med opsparingsunderskud tilsvarende vil opleve en

reduktion i sin finansielle nettoformue. Hertil kommer, at kursændringer medfører forskydninger i formuepositionerne, som ikke kan henføres til periodens opsparingsbalancer. En stigning i kursen på fremmed valuta (et kronkursfald) vil således give de indenlandske sektorer, der er nettodebitorer, et kurstab (deres finansielle nettoformue reduceres), idet alle størrelser i porteføljebeholdningerne opgøres i danske kroner.

3. Et opsparingsoverskud eller -underskud vil i samme periode kunne være ledsaget af alle tænkelige kombinationer af ændringer i sektorens samlede aktiv- og passivbeholdning (dens portefølje). Samtidig med et opsparingsunderskud vil sektorens aktivmasse således kunne vokse, være uændret eller falde. I første tilfælde vil der være en endnu større vækst i sektorens passivbeholdning for at finansiere såvel opsparingsunderskud som erhvervelsen af aktiver; i det andet tilfælde vil der være en vækst i passivbeholdningen svarende til periodens opsparingsunderskud, og i det sidste tilfælde vil opsparingsunderskuddet helt eller delvist være finansieret af sektorens salg af finansielle aktiver.

Hertil kommer, at sektoren kan ændre sin aktiv- og passivbeholdnings sammensætning på fordringstyper, uanset om sektoren har et finansielt over- eller underskud.

4. I det følgende sondres mellem følgende sektorer:

1. Stat	}	Den offentlige sektor	}	Indenlandske sektor
2. Kommuner				
3. Nationalbanken m.v.				
4. Den private ikke- finansielle sektor	}	Den private sektor		
5. Pengeinstitutterne				
6. Udlandet				

Staten er defineret bredt, dvs. inklusive de offentlige fonde (ATP, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, Den Sociale Pensionsfond) og Hypotekbanken. "Nationalbanken m.v." omfatter udover Nationalbanken også Eksportkreditrådet og Postgirokontoret.

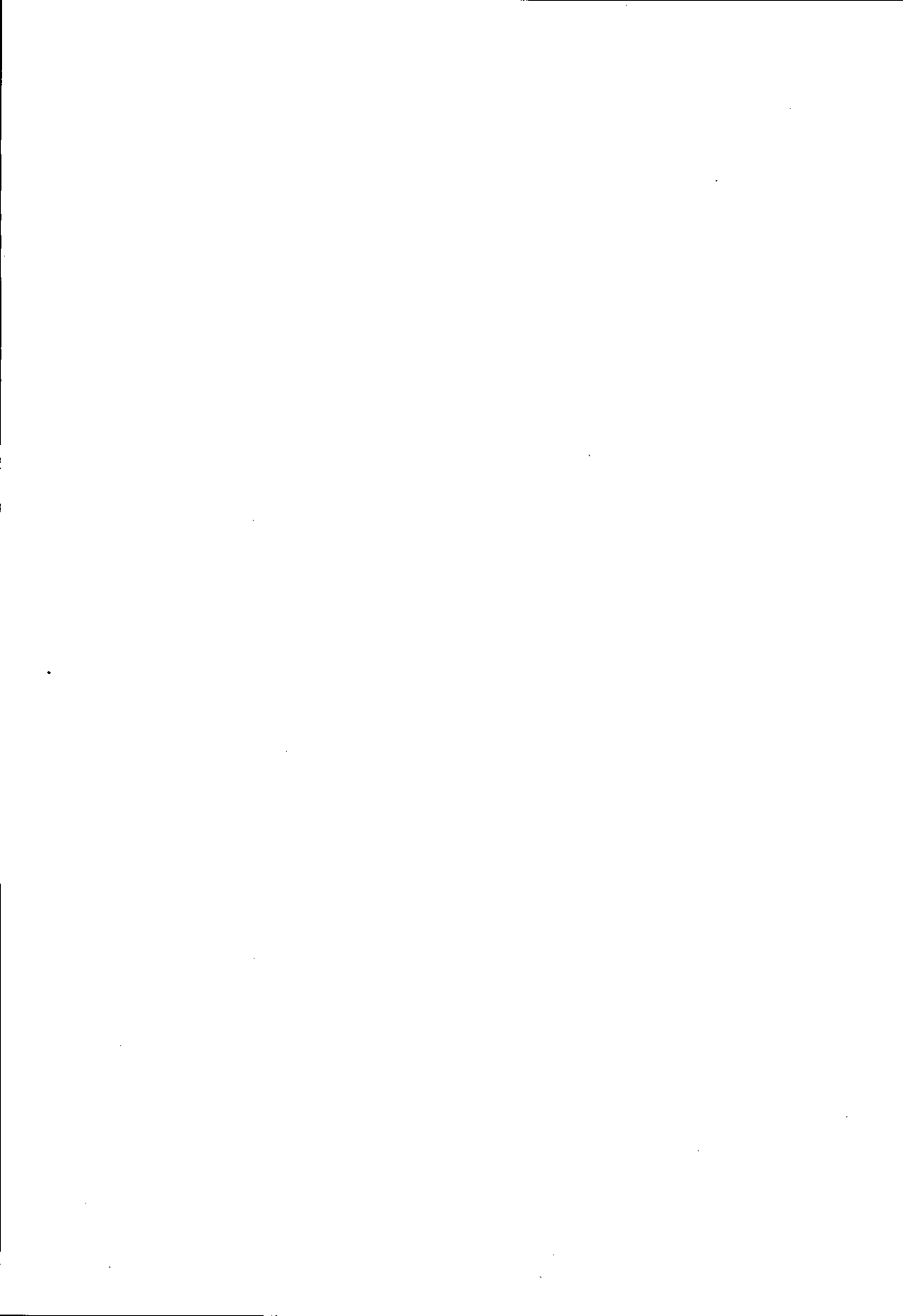
Den private ikke-finansielle sektor er en heterogen gruppering omfattende såvel erhvervsvirksomheder og husholdninger som livsforsikringselskaber, pensionskasser, investeringselskaber og realkreditinstitutioner.

Opstillingen af balancer for det finansielle system for en given periode (f.eks. et år) indebærer af rent bogholderimæssige grunde, at et underskud på betalingsbalancens løbende poster (hvad der svarer til et udenlandsk opsparringsoverskud over for de indenlandske sektorer) vil modsvares af et opsparingsunderskud for de indenlandske sektorer under eet. I det omfang den private sektor i en sådan situation har enten opsparringsoverskud eller et opsparingsunderskud, der er mindre end betalingsbalanceunderskuddet, vil den offentlige sektor have et opsparingsunderskud. Hvis den private sektor derimod har et opsparingsunderskud, der er større end udlandets opsparringsoverskud, vil den offentlige sektor have et opsparringsoverskud, således at de indenlandske sektorer finansielle balance kan udligne underskuddet på betalingsbalancens løbende poster.

Udviklingen i de samlede finansielle sektorbalancer (sektorernes årlige opsparringsoverskud eller -underskud) er først og fremmest resultatet af den realøkonomiske udvikling, som den bestemmes af de ydre rammer for dansk økonomi (de udenrigsøkonomiske vilkår), af den økonomiske politik og af de økonomiske enheders reaktion herpå (forbrugs- og investeringsdispositioner, pris- og lønudvikling m.v.), mens ændringer i omfanget og sammensætningen af de enkelte sektorer aktiv- og passivbeholdning er et resultat af deres indbyrdes finansielle dispositioner, der tilpasser den faktiske porteføljesammensætning til den ønskede.

5. I tabel 3.1 og figur 3.1-3.4 er sektorernes opsparings- og formuebalancer i det seneste tiår anført. Tabel 3.2.A-3.2.F angiver sektorernes samlede finansielle status i årene 1974, 1978 og 1984 i mia. kr. og som relative andele af aktiv- og passivbeholdningen. Tabel 3.3.A-3.3.F angiver ændringerne i sektorernes formuesammensætning for hvert af årene 1974-84. Ændringen i sektorernes egenkapital er lig med sektorernes opsparringsover- eller underskud, jfr. tabel 3.1, samt de forskydninger, som ændringer i udenlandske for-

dringers kursværdi medfører. Tabel 3.4 og figur 3.5 angiver udviklingen i en række indenlandske rentesatser i perioden 1973-85. Tabel 3.5 angiver den samlede kreditgivning i udvalgte år opdelt på forskellige kreditkilder. Tabel 3.6 angiver udviklingen i den primære likviditet opdelt på bidragene fra udland , stat og nationalbank. Tabel 3.7 angiver væksten i pengemængden 1974-84 opdelt på tilgang og anvendelse.



BILAGSTABEL 3.1. OPSPARINGS- OG INVESTERINGSBALANCER, MIA. KR

	1974	1975	1976	1977	1978	1979
I						
1. KOMMUNER	.695	.410	1.550	-.845	-2.730	-.411
I						
2. STAT 1)	4.366	-5.950	-6.277	-5.972	-5.231	-6.844
I						
3. NATIONALBANK	.488	-.972	2.101	1.657	1.760	1.046
I						
4. OFF. SEKTOR IALT (1+2+3)	5.549	-6.512	-2.626	-5.160	-6.201	-6.209
I						
5. PENGEINSTITUTTER	1.111	1.449	.594	-1.140	.995	4.744
I						
6. PRIVAT IKKE-FINANSIEL SEKTOR	-12.665	1.496	-12.020	-8.245	-3.873	-14.907
I						
7. PRIVAT SEKTOR IALT (5+6)	-11.554	2.945	-11.426	-9.385	-2.879	-10.163
I						
8. UDLANDET 2)	6.005	3.567	14.052	14.545	9.079	16.372
I						
9. BALANCE (4+7+8)	.000	.000	.000	.000	.000	.000
I						

NOTE: 1) INCL. HYPOTEKBANKEN, DEN SOCIALE PENSIONSFOND, ATP, LD M.V.

2) DEN LILLE FORSKEL TIL SALDOEN PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE
POSTER SKYLDES, AT EMISSIONSKURSTAB PÅ OBLIGATIONER UDSTEDT I
DANMARK ER FORDELT UD OVER OBLIGATIONERNES SAMLEDE LØBETID,
OG MEDREGNET I SEKTORERNES ÅRLIGE OPSPARINGSBALANCE.

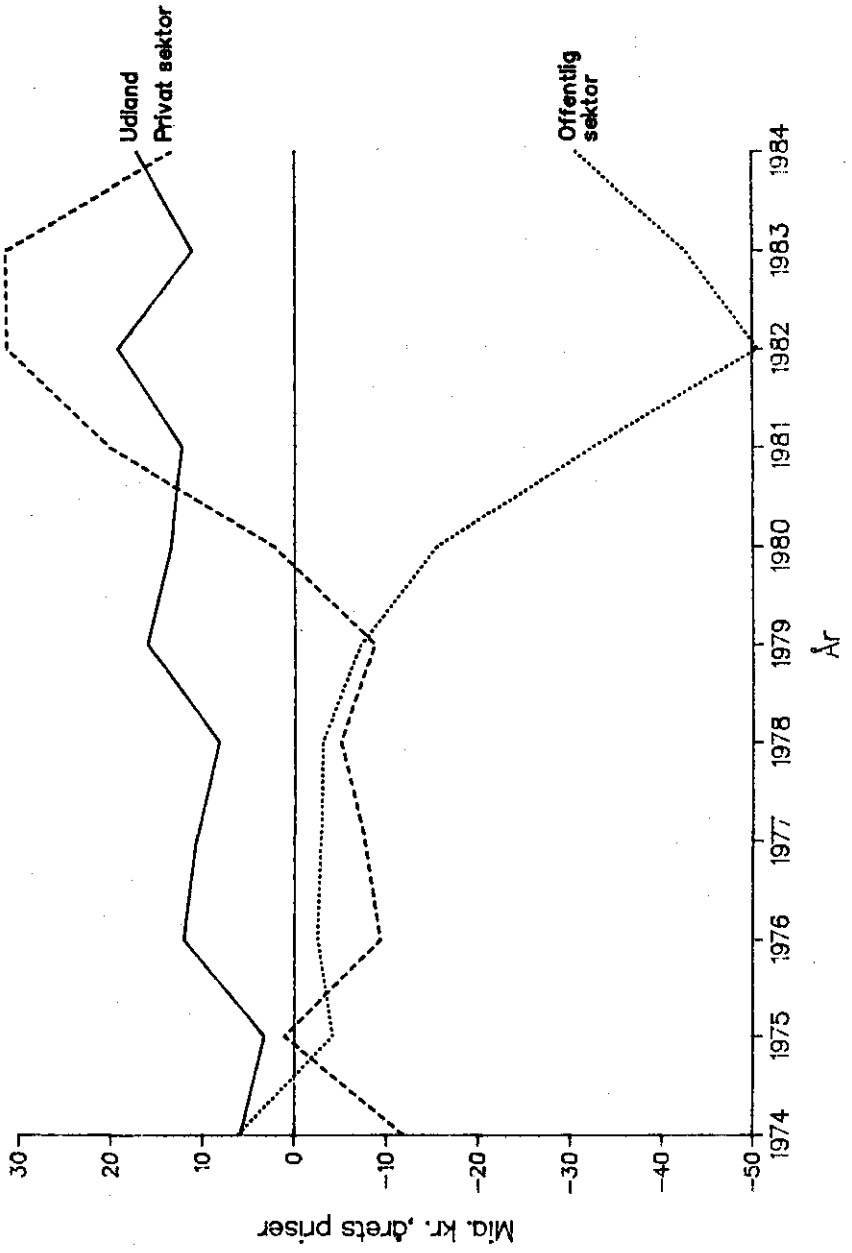
BILAGSTABEL 3.1. OPSPARINGS- OG INVESTERINGSBALANCER, MIA. KR

	1980	1981	1982	1983	1984
I					
I					
I	-4.051	-4.034	-5.253	.492	.638
I	-16.448	-34.321	-46.683	-45.710	-32.267
I					
I	-982	4.794	.344	1.334	4.748
I					
I	-21.480	-33.562	-51.592	-43.884	-26.882
I					
I	.223	.154	1.181	4.355	8.613
I					
I	7.034	20.244	30.894	27.585	-914
I					
I	7.258	20.398	32.075	31.940	7.699
I					
I	14.223	13.163	19.517	11.944	19.183
I					
I	.000	.000	-.000	.000	.000

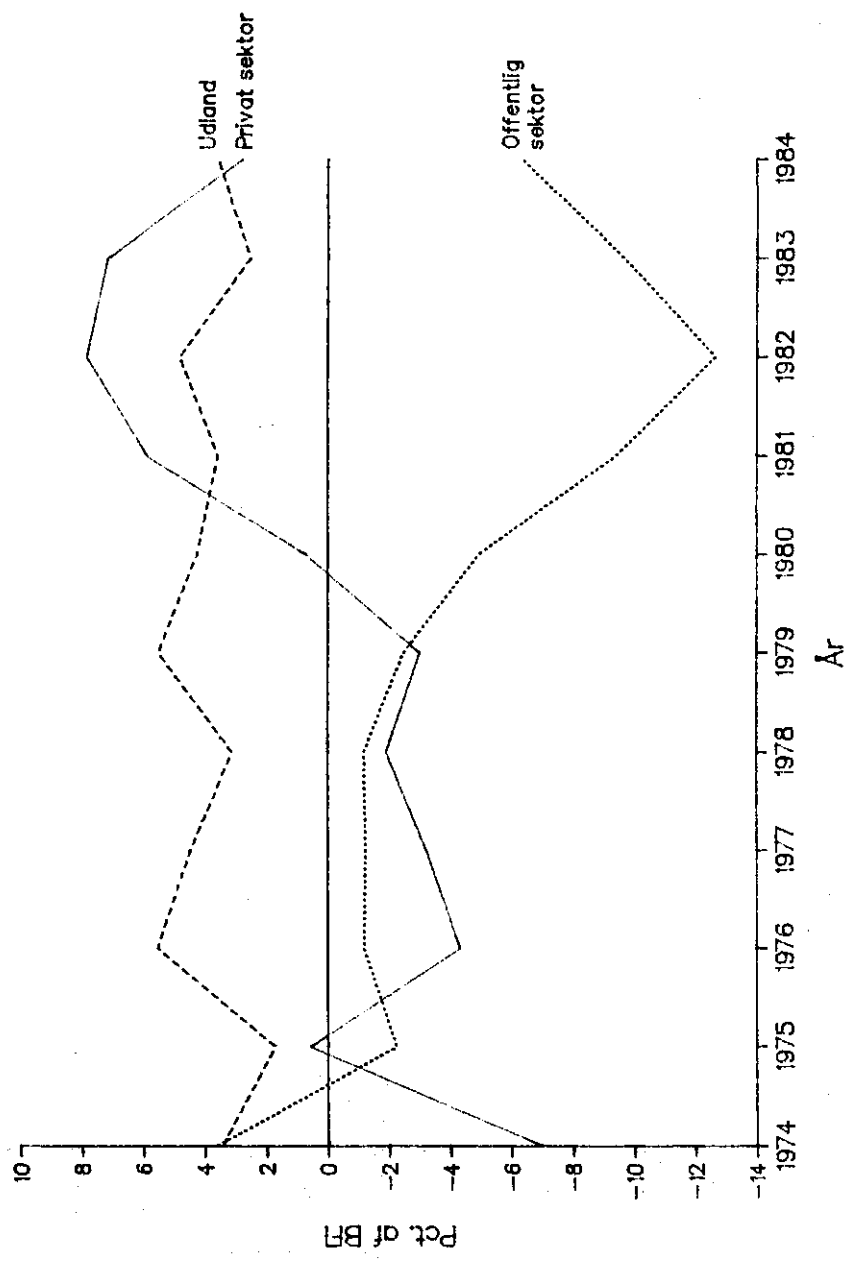
NOTE: 1) INCL. HYPOTEKBANKEN, DEN SOCIALE PENSIONSFOND, ATP, LD M.V.

2) DEN LILLE FORSKEL TIL SALDOEN PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE
 POSTER SKYLDES, AT EMISSIONSKURSTAB PÅ OBLIGATIONER UDSIEDT I
 DANMARK ER FORDELT UD OVER OBLIGATIONERNES SAMLEDE LØBETID,
 OG
 MEDREGNET I SEKTORERNES ÅRLIGE OPSPARINGSBALANCE.

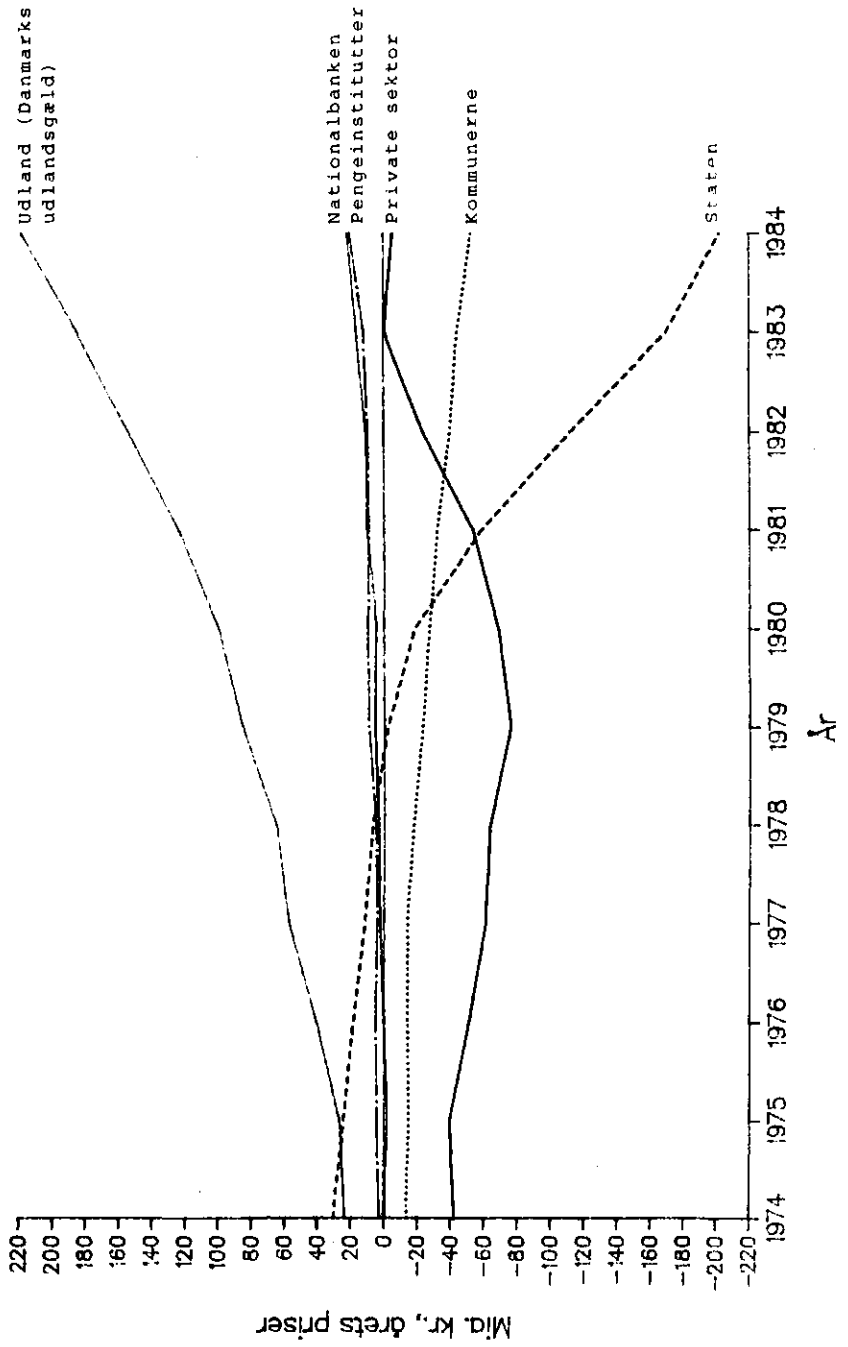
Bilagfigur 3.1 Nettoopsparingsbalancer (opsp.-invest.) 1973-84.



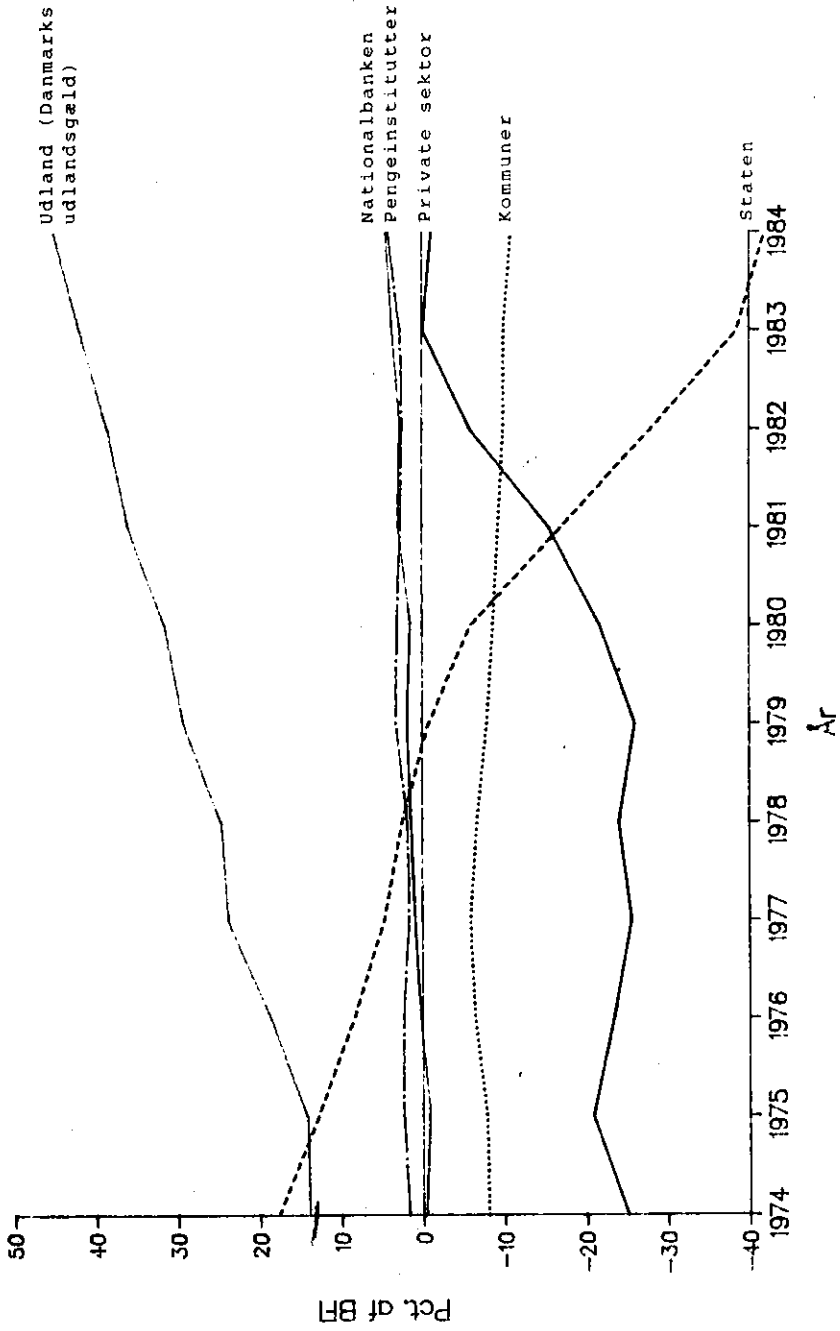
Bilagsfigur 3.2 Nettoopsparingsbalancer (opsp.-invest.) 1973-84.



Bilagfigur 3.3. Sektorenes finansielle formue ultimo året.



Bilagfigur 3.4 Sektorenes finansielle formue ultimo året.



BILAGSTABEL 3.2. SEKTORERNES FINANSIELLE STATUS, ULTIMO ÅRET, MIA. KR. OG RELATIV FORDELING.

BILAGSTABEL 3.2.A: KOMMUNERNE

	1974	1978	1984	1974	1978	1984	1974	1978	1984
	MIA. KR			PROCENT					
AKTIVER	I	I	I	I	I	I			
1. PRIMÆR LIKVIDITET	I	I	I	I	I	I			
		.2	.3		.4		2.0	2.1	1.9
2. INDSKUD I PENGEINSTITUTTER	I	I	I	I	I	I	68.9	65.0	60.5
		7.6	9.8		12.0		29.1	32.9	37.6
3. OBLIGATIONER	I	I	I	I	I	I			
		3.2	5.0		7.5		100.0	100.0	100.0
4. IALT (1+2+3)	I	I	I	I	I	I			
		11.0	15.1		19.8				
PASSIVER	I	I	I	I	I	I			
5. LÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK	I	I	I	I	I	I	21.0	13.9	40.1
		2.3	2.1		7.9		68.1	43.4	25.5
6. LÅN FRA PRIVAT SEKTOR	I	I	I	I	I	I			
		7.5	6.6		5.0		41.8	58.3	148.7
7. LÅN FRA UDLAND	I	I	I	I	I	I			
		4.6	8.8		29.5		65.1	66.2	51.2
8. OBLIGATIONSGÆLD	I	I	I	I	I	I			
		7.1	10.0		10.1		-96.0	-81.8	-165.5
9. EGENKAPITAL	I	I	I	I	I	I			
		-10.5	-12.4		-32.8		100.0	100.0	100.0
10. IALT (5+6+7+8+9)	I	I	I	I	I	I			
		11.0	15.1		19.8				

BILAGSTABEL 3.2.B: NATIONALBANKEN M.V. 1)

	1974	1978	1984	1974	1978	1984
	MIA. KR			PROCENT		
AKTIVER						
1. OFFICIEL LIKVIDITET	4.8	17.1	31.7	21.8	42.4	41.6
2. UDLÅN TIL PENGEINSTITUTTER	5.1	4.6	9.7	23.4	11.5	12.7
3. OBLIGATIONSBEHOLDNING	12.1	17.0	23.4	54.9	42.0	30.6
4. EKSPORTKREDITRÅDETS UDLÅN	.0	1.7	11.6	.0	4.1	15.1
5. IALT (1+2+3+4)	22.0	40.4	76.4	100.0	100.0	100.0
PASSIVER						
6. UDBUD AF PRIMÆR LIKVIDITET	10.7	16.7	29.0	48.5	41.5	37.9
7. INDSKUD FRA PENGEINSTITUTTERNE	1.6	.1	.1	7.1	.2	.2
8. NETTOLÅN FRA STATEN	10.4	18.5	13.6	47.1	45.7	17.8
9. EKSPORTKREDITRÅDETS LÅN FRA UDLANDET	.0	1.2	10.8	.0	2.9	14.2
10. EGENKAPITAL	-6	3.9	22.9	-2.8	9.7	29.9
11. I ALT (6+7+8+9+10)	22.0	40.4	76.4	100.0	100.0	100.0

NOTE: 1) OPGJORT INCL. UDLÅN FRA EKSPORTKREDITRÅDET OG PRIMÆR LIKVIDITET INCL. POSTGIRO

BILAGSTABEL 3.2.C: STATEN

	1974	1978	1984	1974	1978	1984	1974	1978	1984
	MIA. KR			MIA. KR			PROCENT		
AKTIVER	I	I	I	I	I	I	I	I	I
1. UDLÅN TIL NATIONALBANK	I	10.4	18.5	I	13.6	I	25.4	22.6	7.7
2. UDLÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK TIL KOMM.	I	2.3	2.1	I	7.9	I	5.6	2.6	4.5
3. UDLÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK TIL PRIV.	I	11.6	17.2	I	33.4	I	28.3	21.1	18.9
4. OBLIGATIONSBEHOLDNING	I	16.6	44.0	I	121.6	I	40.6	53.8	68.9
5. IALT (1+2+3+4)	I	40.8	81.8	I	176.5	I	100.0	100.0	100.0
PASSIVER	I	I	I	I	I	I	I	I	I
6. OBLIGATIONSLÅN	I	1.5	37.5	I	268.0	I	3.7	45.9	151.8
7. LÅN FRA UDLAND	I	9.3	37.4	I	114.3	I	22.8	45.8	64.7
8. EGENKAPITAL	I	30.0	6.8	I	-205.7	I	73.5	8.3	-116.5
9. IALT (6+7+8)	I	40.8	81.8	I	176.5	I	100.0	100.0	100.0

BILAGSTABEL 3.2.D: PENGEINSTITUTTERNE

	1974	1978	1984	1974	1978	1984
	MIA. KR			PROCENT		
AKTIVER	I	I	I	I	I	I
1. PRIMER LIKVIDITET 1)	1.8	1.8	2.9	2.1	1.3	.8
2. NETTOVALUTASTILLING	1.3	-1.4	-11.1	1.5	-1.0	-3.3
3. INDSKUD I NATIONALBANKEN	1.6	.1	.1	1.8	.0	.0
4. UDLÅN TIL PRIVATE OG OFF. SAMT UDLAND	67.0	99.6	212.7	76.6	70.3	62.1
5. OBLIGATIONSBEHOLDNING	15.8	41.7	137.7	18.0	29.4	40.2
6. IALT (1+2+3+4+5)	87.5	141.7	342.3	100.0	100.0	100.0
PASSIVER	I	I	I	I	I	I
7. SAMLET INDSKUD FRA PRIV. OG OFF. OG UDLAND	79.3	129.6	306.6	90.6	91.5	89.6
8. LÅN I NATIONALBANKEN	5.1	4.6	9.7	5.9	3.3	2.8
9. LÅN I UDLANDET	.0	2.2	5.8	.0	1.5	1.7
10. EGENKAPITAL	3.1	5.3	20.2	3.5	3.7	5.9
11. IALT (7+8+9+10)	87.5	141.7	342.3	100.0	100.0	100.0

NOTE: 1) EXCL. LIKVIDE FORDRINGER PÅ NATIONALBANK OG UDLAND

BILAGSTABEL 3.2.E: DEN PRIVATE IKKE-FINANSIELLE SEKTOR

	1974	1978	1984	1974	1978	1984	1974	1978	1984
	MIA. KR			MIA. KR			PROCENT		
AKTIVER	I	I	I	I	I	I	I	I	I
1. PRIMÆR PENGEMÆNGDE	8.6	14.6	25.7				5.3	5.4	4.0
2. INDSKUD I PENGEINSTITUTTERNE	70.2	116.9	279.9				43.3	42.9	44.0
3. OBLIGATIONER (INCL. STATSGÆLDSBEV.)	77.1	136.0	326.2				47.6	49.9	51.3
4. LÅN TIL KOMMUNER	6.0	5.1	4.5				3.7	1.9	.7
5. IALT (1+2+3+4)	162.0	272.7	636.3	I	I	I	100.0	100.0	100.0
PASSIVER	I	I	I	I	I	I	I	I	I
6. LÅN I PENGEINSTITUTTERNE	65.1	97.3	178.8				40.2	35.7	28.1
7. LÅN I UDLANDET	14.3	26.1	88.6				8.8	9.6	13.9
8. OBLIGATIONSGÆLD	116.6	200.0	353.4				72.0	73.3	55.5
9. ØVRIGE PASSIVER	11.6	18.4	38.0				7.1	6.8	6.0
10. EGENKAPITAL	-45.7	-69.2	-22.5				-28.2	-25.4	-3.5
11. IALT (6+7+8+9+10)	162.0	272.7	636.3	I	I	I	100.0	100.0	100.0

NOTE: 1) HERUNDER STATENS- OG HYPOTEK BANKENS UDLÅN

BILAGSTABEL 3.2.F: UDLANDET

	1974	1978	1984	1974	1978	1984
	MIA. KR			PROCENT		
AKTIVER						
1. INDLÁN I PENGEINSTITUTTER	1.6	2.9	14.8		5.2	3.5
2. LÁN TIL PRIVATE SEKTOR (EXCL. PENGEINST.)	14.3	26.1	88.6		46.9	31.3
3. LÁN TIL PENGEINSTITUTTER	.0	2.2	5.8		.0	2.6
4. LÁN TIL OFFENTLIG SEKTOR	13.9	47.4	154.5		45.6	56.8
5. UDLANDETS OBLIGATIONSBEHOLDNING	.7	4.9	19.5		2.3	5.9
6. IALT (1+2+3+4+5)	30.5	83.6	283.1		100.0	100.0
PASSIVER						
7. DANSK LIKVIDITET	6.1	15.7	20.6		20.1	18.8
8. LÁN I PENGEINSTITUTTER	.4	.9	33.4		1.4	1.1
9. PENGEINST. BEHOLDNING AF UDENL. OBLIGATIONER	.2	1.0	4.3		.6	1.2
10. LÁN I EKSPORTKREDITFONDEN	.0	.5	6.9		.0	.5
11. EGENKAPITAL	23.7	65.5	218.0		77.9	78.4
12. IALT (7+8+9+10+11)	30.5	83.6	283.1		100.0	100.0

BILAGSTABEL 3.3. BEVÆGELSER PÅ SEKTORERNES ULTIMOSTATUS, MIA. KR.
(INCL. KURSREGULERING AF UDENLANDSKE FORDRINGER)

BILAGSTABEL 3.3.A: KOMMUNERNE

ÆNDRING	J.F.T.	4. KVARTAL	ÅRET FØR	1974	1975	1976	1977	1978	1979
AKTIVER						MIA. KR			
1. PRIMÆR LIKVIDITET	I			.017	.024	-.029	.020	.088	-.056
2. INDSKUD I PENGEINSTITUTTER	I			.740	1.735	1.588	.482	-1.519	.016
3. OBLIGATIONER	I			.502	-.509	1.088	.695	.523	.688
4. IALT (1+2+3)	I			1.259	1.250	2.647	1.197	-.908	.648
PASSIVER									
5. LÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK	I			-.125	-.142	-.135	.027	.057	.183
6. LÅN FRA PRIVAT SEKTOR	I			-.144	-.314	-.154	-.200	-.215	-.160
7. LÅN FRA UDLAND	I			.255	.766	.859	1.724	.902	1.249
8. OBLIGATIONSGÆLD	I			.451	.411	.655	.869	.948	.309
9. EGENKAPITAL	I			.822	.529	1.422	-1.223	-2.600	-.933
10. IALT (5+6+7+8+9)	I			1.259	1.250	2.647	1.197	-.908	.648

BILAGSTABEL 3.3. BEVÆGELSER PÅ SEKTORERNES ULTIMOSTATUS, MIA, KR.
(INCL. KURSREGULERING AF UDENLANDSKE FORDRINGER)

BILAGSTABEL 3.3.A: KOMMUNERNE

ÆNDRING I.F.T. 4. KVARTAL ÅRET FØR	1980	1981	1982	1983	1984
AKTIVER			MIA, KR		
1. PRIMÆR LIKVIDITET	.087	.034	-.032	-.042	.058
2. INDSKUD I PENGEINSTITUTTER	-1.923	-.867	-1.289	4.208	1.998
3. OBLIGATIONER	-.180	.247	.391	.344	.978
4. IALT (1+2+3)	-2.016	-.586	-.930	4.510	3.034
PASSIVER					
5. LÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK	.256	.834	.842	1.825	1.897
6. LÅN FRA PRIVAT SEKTOR	.020	.740	-1.201	-.262	-.569
7. LÅN FRA UOLAND	1.917	3.530	6.355	5.170	2.401
8. OBLIGATIONSGÆLD	-.177	-.195	-.006	.103	.080
9. EGENKAPITAL	-4.032	-5.495	-6.920	-2.326	-.675
10. IALT (5+6+7+8+9)	-2.016	-.586	-.930	4.510	3.034

BILAGSTABEL 3.3.B: NATIONALBANKEN M.V. 1)

ÆNDRING	I.F.T.	4. KVARTAL	ÅRET FØR	1974	1975	1976	1977	1978	1979
	I								
AKTIVER	I					MIA. KR			
1. OFFICIEL LIKVIDITET	I			-2.617	-.168	-.342	4.870	7.940	2.899
2. UDLÅN TIL PENGEINSTITUTTER	I			.916	-4.122	.586	2.531	.500	-.133
3. OBLIGATIONSBEHOLDNING	I			2.753	1.572	5.727	-1.512	-.915	-.204
4. EKSPORTKREDITRÅDETS UDLÅN	I			.000	.061	.283	.530	.785	.879
5. IALT (1+2+3+4)	I			1.053	-2.656	6.254	6.419	8.311	3.849
PASSIVER	I								
6. UDBUD AF PRIMÆR LIKVIDITET	I			.337	1.760	.687	1.548	2.062	2.592
7. INDSKUD FRA PENGEINSTITUTTERNE	I			.404	1.846	-.260	-2.983	-.111	-.394
8. NETTOLÅN FRA STATEN	I			-.360	-5.296	3.512	5.383	4.471	-2.036
9. EKSPORTKREDITRÅDETS LÅN FRA UDLANDET	I			.000	.000	.000	.639	.535	.885
10. EGENKAPITAL	I			.672	-.966	2.315	1.833	1.353	2.014
11. I ALT (6+7+8+9+10)	I			1.053	-2.656	6.254	6.419	8.311	3.849

NOTE: 1) OPJORT INCL. UDLÅN FRA EKSPORTKREDITRÅDET OG PRIMÆR LIKVIDITET INCL. POSTGIRO

BILAGSTABEL 3.3.B: NATIONALBANKEN M.V. 1)

ÆNDRING I.F.T. 4. KVARTAL ÅRET FØR

	1980	1981	1982	1983	1984
AKTIVER			MIA. KR		
1. OFFICIEL LIKVIDITET	-2.031	-3.506	-1.953	17.480	1.761
2. UDLÅN TIL PENGEINSTITUTTER	-2.752	-.481	4.901	-.754	4.292
3. OBLIGATIONSBEHOLDNING	1.134	.528	1.803	1.503	1.219
4. EKSPORTKREDITRÅDETS UDLÅN	.722	1.988	1.863	2.513	1.929
5. IALT (1+2+3+4)	-2.927	-1.471	6.614	20.743	9.201
PASSIVER					
6. UDBUD AF PRIMÆR LIKVIDITET	.367	1.073	.962	1.473	5.751
7. INDSKUD FRA PENGEINSTITUTTERNE	-.292	.127	-.256	.036	.059
8. NETTOLÅN FRA STATEN	-2.394	-9.511	3.047	11.219	-5.178
9. EKSPORTKREDITRÅDETS LÅN FRA UDLANDET	.484	.916	2.464	2.014	2.877
10. EGENKAPITAL	-1.093	5.924	.398	6.000	5.692
11. I ALT (6+7+8+9+10)	-2.927	-1.471	6.614	20.743	9.201

NOTE: 1) OPGJORT INCL. UDLÅN FRA EKSPORTKREDITRÅDET OG PRIMÆR LIKVIDITET INCL. POSTGIRO

BILAGSTABEL 3.3.C: STATEN

ÆNDRING I.F.T. 4. KVARTAL ÅRET FØR		1974	1975	1976	1977	1978	1979
AKTIVER				MIA. KR			
1.	UDLÅN TIL NATIONALBANK	- .360	-5.296	3.512	5.383	4.471	-2.036
2.	UDLÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK TIL KOMM.	- .125	- .142	- .135	.027	.057	.183
3.	UDLÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK TIL PRIV.	1.292	1.105	1.508	1.099	1.957	2.318
4.	OBLIGATIONSBEHOLDNING	4.299	4.814	5.097	7.438	10.068	9.972
5.	I ALT (1+2+3+4)	5.106	.481	9.982	13.947	16.553	10.437
PASSIVER							
6.	OBLIGATIONSLÅN	- .123	5.709	5.784	9.828	14.710	12.929
7.	LÅN FRA UDLAND	.595	.606	9.914	11.146	6.450	6.586
8.	EGENKAPITAL	4.633	-5.835	-5.716	-7.027	-4.607	-9.078
9.	I ALT (6+7+8)	5.106	.481	9.982	13.947	16.553	10.437

BILAGSTABEL 3.3.C: STATEN

ANDRING I.F.T. 4. KVARTAL	ÅRET FØR	1980	1981	1982	1983	1984
AKTIVER						
1. UDLÅN TIL NATIONALBANK	I	-2.394	-9.511	3.047	11.219	-5.178
2. UDLÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK TIL KOMM.	I	.256	.834	.842	1.825	1.697
3. UDLÅN FRA STAT OG HYPOTEKBANK TIL PRIV.	I	2.865	3.342	3.718	2.408	1.489
4. OBLIGATIONSBEHOLDNING	I	10.262	10.359	13.763	16.078	17.178
5. IALT (1+2+3+4)	I	10.989	5.024	21.370	31.530	15.386
PASSIVER						
6. OBLIGATIONSBLÅN	I	19.121	32.368	48.394	62.320	55.286
7. LÅN FRA UDLAND	I	8.233	13.104	26.663	28.235	-5.992
8. EGENKAPITAL	I	-16.366	-40.448	-53.687	-59.025	-33.909
9. IALT (6+7+8)	I	10.989	5.024	21.370	31.530	15.386

BILAGSTABEL 3.3.D: PENGEINSTITUTTERNE

ÅNDRING I.F.T. 4. KVARTAL ÅRET FØR	1974	1975	1976	1977	1978	1979
AKTIVER			MIA. KR			
1. PRIMÆR LIKVIDITET 1)	.097	-.179	-.044	.004	.189	.678
2. NETTOVALUTASTILLING	1.616	-1.649	.790	.852	-2.758	.584
3. INDSKUD I NATIONALBANKEN	.404	1.846	-.260	-2.983	-.111	.394
4. UDLÅN TIL PRIVATE OG OFF. SAMT UDLAND	4.571	1.828	11.516	9.484	9.739	13.155
5. OBLIGATIONSBEHOLDNING	1.760	15.909	1.808	6.091	2.073	2.503
6. IALT (1+2+3+4+5)	8.447	17.755	13.811	13.449	9.132	17.314
PASSIVER						
7. SAMLET INDSKUD FRA PRIV. OG OFF. OG UDLAND)	6.627	20.210	11.942	10.645	7.458	12.480
8. LÅN I NATIONALBANKEN	.916	-4.122	.586	2.531	.500	-.133
9. LÅN I UDLANDET	.000	.000	.708	1.413	.059	.425
10. EGENKAPITAL	.904	1.667	.574	-1.140	1.115	4.542
11. IALT (7+8+9+10)	8.447	17.755	13.811	13.449	9.132	17.314

NOTE: 1) EXCL. LIKVIDE FORDRINGER PÅ NATIONALBANK OG UDLAND

BILAGSTABEL 3.3.D: PENGEINSTITUTTERNE

ÆRDRING I.F.T. 4. KVARTIAL ÅRET FØR	1980	1981	1982	1983	1984
MIA. KR					
AKTIVER					
1. PRIMÆR LIKVIDITET 1)	-201	-114	-107	-009	.832
2. NETTOVALUTASTILLING	-2.516	-.662	-.497	-7.419	.793
3. INDSKUD I NATIONALBANKEN	-.292	.127	-.256	.036	.059
4. UDLÅN TIL PRIVATE OG OFF. SAMT UDLAND	11.371	15.339	13.927	23.998	35.320
5. OBLIGATIONSBEHOLDNING	7.581	6.375	13.316	43.450	22.816
6. IALT (1+2+3+4+5)	15.943	21.065	26.382	60.056	59.819
PASSIVER					
7. SAMLET INDSKUD FRA PRIV. OG OFF. OG UDLAND)	18.290	20.704	20.777	58.891	45.917
8. LÅN I NATIONALBANKEN	-2.752	-.481	4.901	-.754	4.292
9. LÅN I UDLANDET	.202	1.472	-.024	-.129	1.629
10. EGENKAPITAL	.203	-.630	.728	2.047	7.981
11. IALT (7+8+9+10)	15.943	21.065	26.382	60.056	59.819

NOTE: 1) EXCL. LIKVIDE FORDRINGER PÅ NATIONALBANK OG UDLAND

BILAGSTABEL 3.3.E: DEN PRIVATE IKKE-FINANSIELLE SEKTOR

ANDRING I.F.T. 4. KVARTAL ÅRET FØR	1974	1975	1976	1977	1978	1979
AKTIVER			MIA. KR			
1. PRIMÆR PENGEMENGE	.223	1.915	.760	1.524	1.785	1.970
2. INDSKUD I PENGEINSTITUTTERNE	5.605	18.171	10.187	9.734	8.566	12.017
3. OBLIGATIONER (INCL. STATSGÆLDSBEV.)	7.569	6.501	13.451	16.400	22.564	20.211
4. LÅN TIL KOMMUNER	.033	-.205	-.117	-.084	-.449	-.139
5. IALT (1+2+3+4)	13.430	26.382	24.281	27.574	32.466	34.059
PASSIVER						
6. LÅN I PENGEINSTITUTTERNE	4.577	1.809	11.537	9.516	9.266	10.121
7. LÅN I UDLANDET	2.992	-.315	2.325	6.393	3.451	14.625
8. OBLIGATIONSGÆLD	16.596	22.217	20.973	19.330	20.820	23.097
9. ØVRIGE PASSIVER	1.292	1.166	1.791	1.523	2.395	2.857
10. EGENKAPITAL	-12.027	1.504	-12.345	-9.188	-3.466	-16.641
11. IALT (6+7+8+9+10)	13.430	26.382	24.281	27.574	32.466	34.059

NOTE: 1) HERUNDER STATENS- OG HYPOTEK BANKENS UDLÅN

BILAGSTABEL 3.3.E: DEN PRIVATE IKKE-FINANSIELLE SEKTOR

ANDRING I.F.T. 4. KVARTAL ÅRET FØR	1980	1981	1982	1983	1984
AKTIVER			MIA. KR		
1. PRIMÆR PENGEMÆNGDE	.481	1.153	1.101	1.524	4.861
2. INDSKUD I PENGEINSTITUTTERNE	18.238	18.963	20.423	52.676	40.734
3. OBLIGATIONER (INCL. STATSGÆLDSBEV.)	20.432	30.661	37.228	35.087	46.527
4. LÅN TIL KOMMUNER	.128	.206	-.168	-.086	-.559
5. IALT (1+2+3+4)	39.279	50.983	58.584	89.201	91.563
PASSIVER					
6. LÅN I PENGEINSTITUTTERNE	9.105	11.188	12.782	17.211	21.144
7. LÅN I UDlandet	.524	3.470	-5.813	10.383	39.246
8. OBLIGATIONSGÆLD	19.094	15.757	17.145	36.483	41.911
9. ØVRIGE PASSIVER	3.353	4.448	4.759	2.821	1.350
10. EGENKAPITAL	7.203	16.120	29.711	22.303	-12.088
11. IALT (6+7+8+9+10)	39.279	50.983	58.584	89.201	91.563

NOTE: 1) HERUNDER STATENS- OG HYPOTEK BANKENS UDLÅN

BILAGSTABEL 3.3.F: UDLANDET

ÅRDRING I.F.T. 4. KVARTAL ÅRET FØR	1974	1975	1976	1977	1978	1979
AKTIVER			MIA. KR			
1. INDLÅN I PENGEINSTITUTTER	.282	.304	.167	.429	.411	.447
2. LÅN TIL PRIVATE SEKTOR (EXCL. PENGEINST.)	2.992	-.315	2.325	6.393	3.451	14.625
3. LÅN TIL PENGEINSTITUTTER	.000	.000	.708	1.413	.059	.425
4. LÅN TIL OFFENTLIG SEKTOR	.850	1.372	10.773	13.509	7.888	8.719
5. UDLANDETS OBLIGATIONSBEHOLDNING	.035	.094	.343	1.355	2.422	3.221
6. IALT (1+2+3+4+5)	4.159	1.455	14.316	23.098	14.231	27.436
PASSIVER						
7. DANSK LIKVIDITET	-1.001	-1.817	.448	5.722	5.182	3.484
8. LÅN I PENGEINSTITUTTER	.171	.128	.016	.084	.239	3.055
9. PENGEINST. BEHOLDNING AF UDENL. OBLIGATIONER	-.007	.044	.102	.440	.257	.463
10. LÅN I EKSPORTKREDITFONDEN	.000	.000	.000	.106	.347	.340
11. EGENKAPITAL	4.996	3.100	13.750	16.746	8.206	20.095
12. IALT (7+8+9+10+11)	4.159	1.455	14.316	23.098	14.231	27.436

BILAGSTABEL 3.3.F: UDLANDET

ANDRING I.F.T. 4. KVARTAL ÅRET FØR	1980	1981	1982	1983	1984
AKTIVER			MIA. KR		
1. INDLÅN I PENGEINSTITUTTER	1.975	2.608	1.643	2.007	3.185
2. LÅN TIL PRIVATE SEKTOR (EXCL. PENGEINST.)	.524	3.470	-5.813	10.383	39.246
3. LÅN TIL PENGEINSTITUTTER	.202	1.472	-.024	-.129	1.629
4. LÅN TIL OFFENTLIG SEKTOR	10.634	17.550	35.482	35.419	-.713
5. UDLANDETS OBLIGATIONSBEHOLDNING	-.751	-.062	-.444	3.120	9.526
6. IALT (1+2+3+4+5)	12.585	25.039	30.843	50.800	52.873
PASSIVER					
7. DANSK LIKVIDITET	-4.547	-4.169	-2.451	10.062	2.554
8. LÅN I PENGEINSTITUTTER	2.374	3.617	2.178	6.963	14.286
9. PENGEINST. BEHOLDNING AF UDENL. OBLIGATIONER	.439	.178	.524	.676	.966
10. LÅN I EKSPORTKREDITFONDEN	.234	.882	.822	2.100	2.068
11. EGENKAPITAL	14.085	24.530	29.770	31.000	32.999
12. IALT (7+8+9+10+11)	12.585	25.039	30.843	50.800	52.873

BILAGSTABEL 3.4. RENTESATSER, PCT

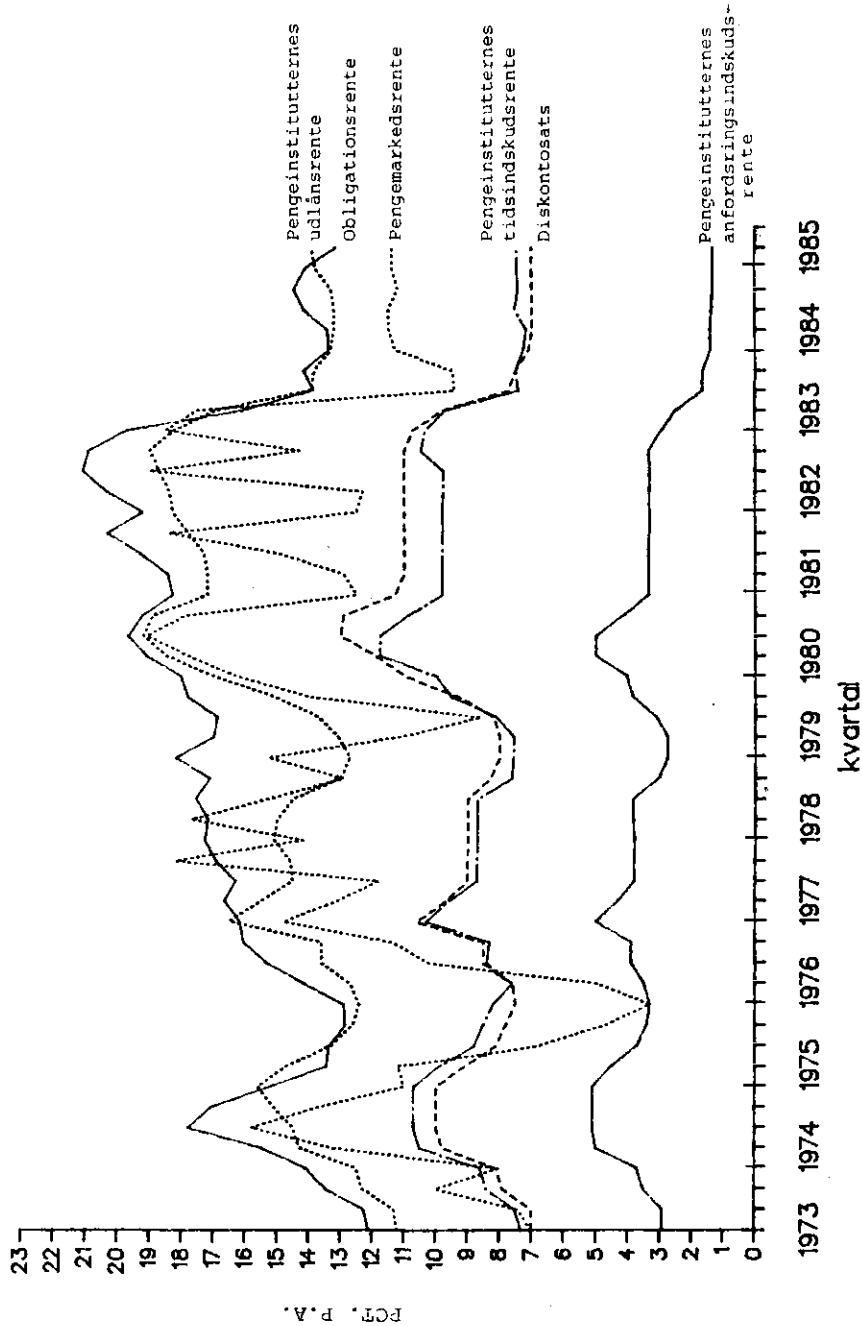
GNS AF 4 KVARTALER	1974	1975	1976	1977	1978	1979
1. DISKONTO	9.95	8.12	8.80	9.17	8.57	9.12
2. PENGEMARKEDSRENTEN	13.45	6.50	10.35	14.32	15.30	12.50
4. TIDSINDSKUDSRENTE	10.65	8.85	8.65	8.92	8.15	8.80
5. KASSEKREDITRENTE	14.87	13.25	14.10	14.92	13.80	14.72
6. OBLIGATIONSRENTE	16.39	13.12	15.42	16.79	17.52	17.44
7. RENTE PÅ LANGE STATS OBL.	14.70	12.80	14.65	16.32	16.07	17.25
8. RENTE PÅ LANGE REALKREDIT OBL.	16.05	13.30	15.60	16.32	17.25	17.37
9. KORT TYSK RENTE	9.42	4.57	4.07	3.97	3.37	6.50
10. RENTESPÆND TIL UDLANDET (5-9)	5.45	8.67	10.02	10.95	10.42	8.22
11. INDENLANDSK RENTESTRUKTUR (6-5)	1.51	-1.13	1.32	1.87	3.72	2.72

BILAGSTABEL 3.4. RENTESATSER, PCT

GNS AF 4 KVARTALER	1980	1981	1982	1983	1984
1. DISKONTO	12.27	11.00	10.92	8.02	7.00
2. PENGEMARKEDSRENTEN	16.82	14.67	16.02	11.92	11.40
4. TIDSINDSKUDSRENTE	11.06	9.80	10.08	7.97	7.40
5. KASSEKREDITRENTE	18.45	17.65	18.57	14.47	13.37
6. OBLIGATIONSRENTE	19.08	19.32	20.50	14.37	14.04
7. RENTE PÅ LANGE STATSDBL.	19.32	19.07	20.20	12.92	11.72
8. RENTE PÅ LANGE REALKREDITOBL.	18.75	19.70	20.05	13.90	14.07
9. KORT TYSK RENTE	9.00	11.90	8.35	5.45	5.72
10. RENTESPÆND TIL UDLANDET (5-9)	9.45	5.75	10.22	9.02	7.65
11. INDENLANDSK RENTESTRUKTUR (6-5)	.63	1.67	1.92	-.10	.67

Fig 5. Udvalgte rentesatser

(1973-1984)



Bilagstabel 3.5: Den samlede registrerede kreditgivning ved udgangen af 1969, 1976 og 1984. Mia.kr. og procentandele

	1969		1976		1984	
	mia.	pct.	mia.	pct.	mia.	pct.
Ultimo						
Pengeinstitutternes udlån						
Banker	29.8	19.7	53.5	14.9	151.7	12.8
Sparekasser	13.3	8.8	26.7	7.4	57.9	4.9
Børsnoterede obligations-	53.8	35.7	170.0	47.4	577.8	48.8
Statens indenlandske						
långivning	10.7	7.1	16.6	4.6	34.1	2.9
Forsikringssekskabers og						
pensionskassers udlån	4.6	3.0	7.8	2.2	19.3	1.6
Private pantebreve	24.0	15.9	39.4	11.0	89.2	7.5
Låntagning i udlandet						
Offentlig sektor	5.5	3.6	22.0	6.1	155.0	13.1
Privat sektor	9.4	6.2	23.0	6.4	99.5	8.4
Kreditgivning i alt	151.1	100.0	359.0	100.0	1184.5	100.0
BNP	107.3	-	253.6	-	571.1	-
Kreditgivning/BNP	1.4	-	1.4	-	2.1	-

Kilde: Eskesen m.fl.: Finansielle institutioner og markeder, Kb. 1984 samt
Tilsynet med banker og sparekasser, Nationalbankens kvartalsoversigt
og årsberetning (diverse numre) og Statistisk Månedsoversigt.

Bilagstabel 3.6: Den samlede primære likviditet. Gns. årlig ændring og i alt

Mis. kr.	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 a)
Udlandet	-1.1	-1.5	-8.4	-0.3	0.1	-6.1	-9.5	-10.9	-18.7	-8.2	-3.0	1.5
Staten	0.9	5.4	4.5	1.8	2.4	9.7	8.9	12.5	13.4	-0.2	-5.7	-7.9
Nationalbanken	2.3	-3.8	6.0	1.5	-4.0	-3.1	-2.1	-1.1	5.2	-0.6	-1.0	-1.1
udlån	0.2	-2.7	0.9	2.5	0.6	0.0	-2.6	0.2	5.4	-0.2	3.6	-3.0
obligationskøb	2.6	1.5	5.5	-1.7	-1.1	0.0	0.1	0.4	1.7	1.4	-1.5	0.1
andet	-0.5	-2.6	-0.4	0.7	-3.5	-3.1	-0.5	-1.8	-1.9	-1.8	-3.1	1.8
Postgiro	0.1	0.2	-0.1	0.2	1.1	1.4	-0.5	-0.1	0.3	0.4	4.1	-2.0
Ændring i alt	2.2	0.3	2.0	3.3	-0.4	1.9	-2.3	0.5	0.2	-8.7	-5.7	-9.5
I alt ultimo	14.3	14.6	16.7	19.9	19.5	21.4	19.1	19.6	19.7	11.0	5.3	-4.2

Kilde: Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, diverse årg.

Anm. a): Ændring i. halvår.

Bilagstabel 3.7: Penneændren. Gns. årlig vækst (ultimo opgørelse). Pct.

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985, 1. halvår
Bidrag fra (udbud)												
Stat, Nationalbank m.v.	11.3	11.1	11.8	3.7	6.3	11.7	8.3	12.2	14.9	5.87	-0.3	-4.7
Udland	-1.4	-2.4	-10.3	-3.8	-1.5	-3.7	-7.4	-8.8	-13.6	-4.1	0.6	1.2
Pengeinstitutter m.v.	-1.0	16.4	9.3	10.0	3.9	2.8	7.2	6.2	10.5	23.9	16.7	5.5
Pengemængde (M 2), i alt	8.9	25.1	10.9	9.9	8.7	10.8	8.1	9.6	11.5	25.5	17.0	2.0
<u>Fordelet på (efterspørgsel)</u>												
Primer likviditet hos husholdninger og erhverv	0.3	2.2	0.7	1.4	1.6	1.5	0.4	0.7	0.6	0.7	2.1	-0.3
Anfordringsindskud	2.7	10.9	2.7	3.4	6.9	3.8	4.8	5.5	7.1	13.3	8.3	3.8
Indskud på opsigelse m.v.	5.9	12.0	6.7	3.4	-3.8	2.7	3.1	2.0	1.5	9.8	7.3	-0.3
Statsgældsbeviser			0.7	1.7	4.0	2.8	-0.2	1.4	2.2	1.6	-0.7	-1.2
Pengemængde (M 2), i alt	8.9	25.1	10.9	9.9	8.7	10.8	8.1	9.6	11.5	25.5	17.0	2.0
Pengemængde i snævrere forstand (M 1) 1)	5.8	26.1	6.1	9.0	15.9	9.4	9.3	10.9	13.4	24.1	18.0	6.0
BNP	11.6	11.6	16.5	11.7	11.4	11.2	7.5	8.9	14.4	10.5	10.0	3.2)
Pengemængde (M 2), mia. kr.	86.8	108.5	108.0	119.7	129.0	143.0	154.6	169.4	188.9	237.1	277.4	282.3
BNP, mia. kr.	195.1	217.7	253.6	283.3	315.7	351.1	377.3	410.7	469.7	519.0	571.1	•
BNP/M 2	2.25	2.01	2.35	2.39	2.45	2.46	2.44	2.42	2.49	2.19	2.06	•

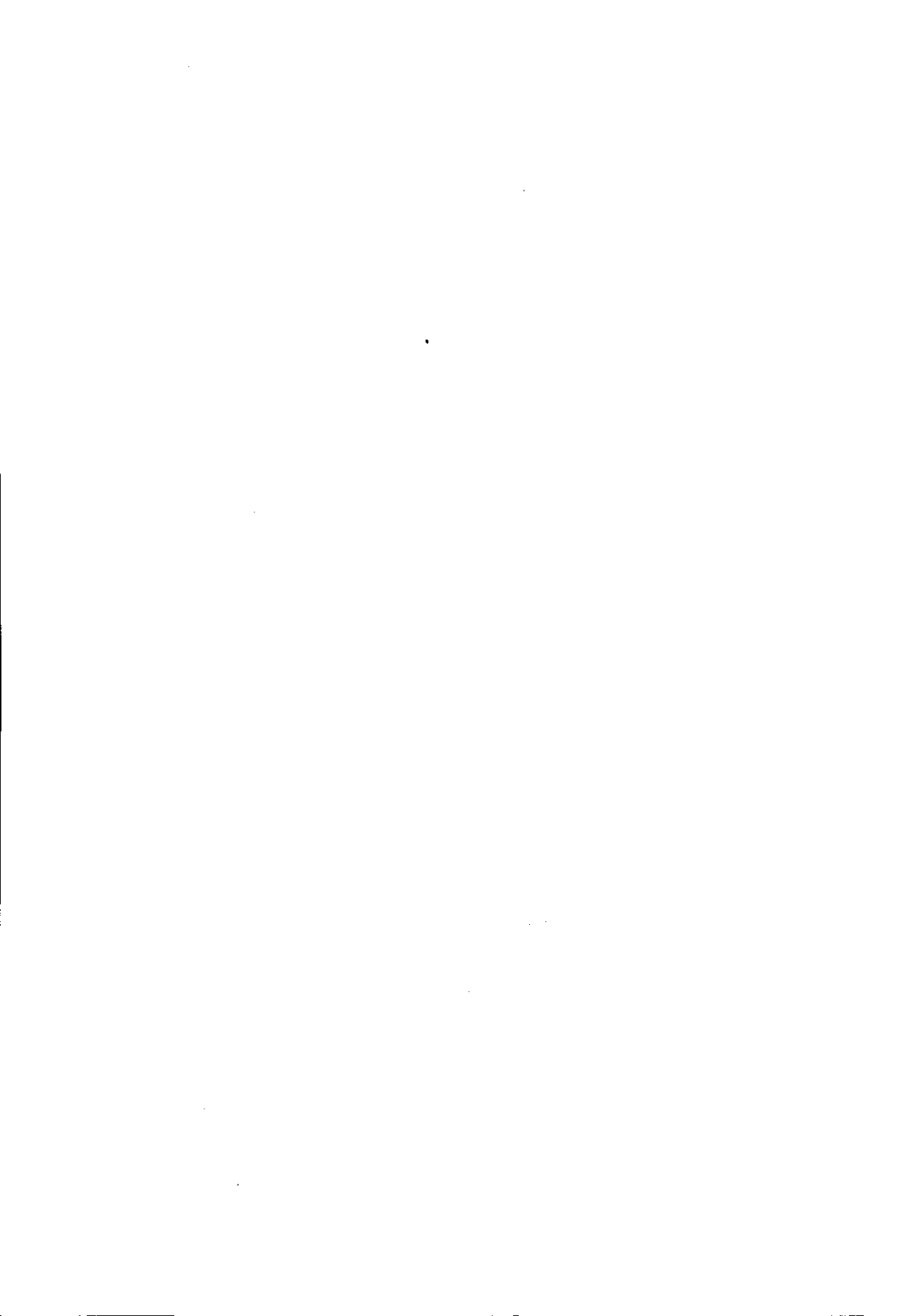
1) Omfatter primer likviditet hos husholdninger og erhverv samt anfordringsindskud.

2) Gns. for BNP i 1. halvår 1985.

3) Vækst i 1. halvår.

Kilder: Nationalbankens årsberetning samt Nationalregnskabsstatistikken.

Anm.: Datakrud i 1976.







Bilag 4

En empirisk undersøgelse af danske kapitalbevægelser

I dette bilag refereres nogle overvejelser over, hvad der styrer forskellige grupper af private kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet, ligesom visse undergrupper af de samlede private kapitalbevægelser (og også totalen) søges estimeret.

4.1. Formålet med bilaget

Der er flere formål med at estimere komponenter i den danske private nettokapitalimport: for det første er det vigtigt i sig selv at vide, hvad der styrer de forskellige dele af kapitalbevægelserne ind og ud af den danske økonomi, og hvor stor bevægelsernes følsomhed er over for ændringer i rentespænd mellem ind- og udland, den indenlandske reale aktivitet m.v. Dette siger på sin side noget om omfanget af den indenlandske pengepolitiske autonomi og om graden af "automatisk" finansiering af betalingsbalanceunderskud i forbindelse med en aktivitetsstigning i den indenlandske private sektor.

For det andet er estimationsresultaterne blevet anvendt til at justere den version af den finansielle model, som anvendes til simulationeksperimenter i kapitel VI i redegørelsens del I.

Bilaget er disponeret på følgende vis: I afsnit 4.2 præsenteres nogle overvejelser omkring den mest fornuftige grad af aggregering i en analyse af de danske kapitalbevægelser, og herefter redegøres der i afsnit 4.3 for den statistik af kapitalbevægelserne til og fra udlandet, der ligger til grund for den senere analyse. Afsnit 4.4 indeholder teoretiske overvejelser over, hvad der styrer udvekslingen af forskellige

typer af fordringer mellem ind- og udlændinge, og der udledes de teoretiske udtryk, som skal danne grundlag for den empiriske efterprøvning.

I afsnit 4.5 beskrives i hovedtræk de afhængige og uafhængige variable, der planlægges inddraget i den senere økonomiske analyse, og afsnittene 4.6 og 4.7 fokuserer nærmere på sammenhængen mellem kapitalbevægelser og hhv. udenrigshandelsomsving og forskydninger i valutakurser. Afsnit 4.8 opregner kort de perioder, hvor justeringer af eller uro omkring den danske krone samt ændringer i de danske valutabestemmelser på forhånd kan tænkes at have bevirket større udsving i kapitalbevægelserne.

Herefter præsenteres i afsnit 4.9 endelige estimationsudtryk samt resultaterne af estimationsarbejdet.⁹⁹⁾ I afsnit 4.10 bringes nogle beregninger af følsomheden i de forskellige typer af kapitalimport over for ændringer i finansielle eller realøkonomiske forhold. Disse beregninger er foretaget på baggrund af de mest tilfredsstillende estimationsresultater fra afsnit 4.9, og de benyttes til at sige noget om følsomheden i den samlede private nettokapitalimport over for rentændringer i ind- og udland, omsving i Danmarks udenrigshandel, i investeringsaktiviteten indenlands og i den private sektors finansielle nettoformue m.v. Som et alternativ til den disaggregerede analyse af kapitalbevægelserne indtil da foretages i afsnit 4.11 en mindre analyse af kapitalbevægelserne under eet; eftersom de statistiske såvel som økonomiske resultater af denne aggregerede analyse er mindre tilfredsstillende end i den disaggregerede analyse, synes bebyggelsen af sidstnævnte indfaldsvinkel at være eftervist.

Den periode, i hvilken de danske kapitalbevægelser er undersøgt, strækker sig over årene 1977-84 (i flere estimationer benyttes dog en kortere periode). Det afsluttende afsnit 4.12 vurderer de udtryk for følsomheden i kapitalbevægelserne over for ændringer i det danske rentespænd til udlandet, som er opnået i afsnit 4.10, til at være lavere end plausibelt for den dækkede periode. Og under alle omstæn-

99. De - til tider ret tekniske - afsnit 4.2-4.8 om overvejelser bag den empiriske analyse kan evt. overspringes.

digheder er det med bl.a. de seneste revisioner af de danske valutabestemmelser ikke muligt at hente hjælp i dette bilags estimationsarbejde, hvad angår overslag over kapitalbevægelsernes rentefølsomhed i de kommende år. Omvendt synes estimationerne på troværdig vis at afdække sammenhængen mellem den danske private nettokapitalimport og valutakursforskydninger samt mere realøkonomiske forklaringsfaktorer som udviklingen i im- og eksport, i de erhvervsmæssige investeringer og i den private sektors finansielle nettoformue.

4.2. Overvejelser vedr. disaggregering

Kapitalbevægelserne til og fra udlandet omfatter mange forskellige typer og tjener mange forskellige formål. Nogle af kapitalstrømmene er snævert knyttede til bevægelser i den danske udenrigshandel og er i realiteten en finansiering af denne. Andre vedrører først og fremmest langsigtet finansiering af udvidelser af det indenlandske produktionsapparat, og atter andre fremkommer som resultat af justeringer af inden- og udenlandske porteføljer i forbindelse med udsving i forholdet mellem afkast på inden- og udenlandske værdipapirer m.v. Endelig skyldes nogle kapitalstrømme danske investeringer i virksomheder i udlandet og omvendt udenlandske investeringer i virksomheder i Danmark samt bevægelser i valutaindlændinges konti i udlandet.

De kapitalstrømme, der er finansiering af udenrigshandelen, kan igen opdeles i bevægelser i traditionelle varekreditter - danske virksomheders gæld til udlandske leverandører eller tilgodehævninger over for udenlandske aftagere - og bevægelser i kommercielle lån og kreditter - danske virksomheders udenrigshandelsbegrundede lån hos udenlandske banker. Desuden kan de handelsrelaterede kapitalbevægelser naturligvis opdeles efter, om de er knyttet til import eller eksport af varer og tjenester.

De kapitalstrømme mellem danske virksomheder og udenlandske banker, der ikke er snævert relaterede til udenrigshandelen, men snarere vedrører finansiering af virksomhedernes aktivitet og udvidelser af deres kapitalapparat, kan

tilsvarende rubriceres under enten egentlige finanslån eller øvrige forretningsmæssige lån og kreditter. Hvad de mere porteføljeomlægningsbetonede angår, kan disse tænkes opdelt efter, om de indbefatter handel med finansielle aktiver (obligationer, pantebreve m.v.) eller handel med aktier. Og under de direkte investeringer kan der sondres mellem oprettelse af filialer og datterselskaber eller indskud af ansvarlig kapital i inden- eller udenlandske foretagender.

Der er således noget, der i en empirisk undersøgelse peger i retningen af særskilt behandling af hver enkelt af disse mange typer, altså stor disaggregering. Omvendt har ændringer i valutabestemmelserne hen ad vejen ført til omlægninger mellem typerne (eks.: visse af de "øvrige forretningsmæssige lån og kreditter" er efterhånden overgået til at være finanslån i takt med liberaliseringen af reglerne vedr. disse), ligesom omlægninger af statistikken har flyttet bevægelser fra een type til en anden. Endelig er der visse substitutionsmuligheder - et formål kan finansieres ved flere forskellige typer af kapitalimport. Alle disse tre forhold - ændrede regler, ændret opgørelse og substitution - taler for en mere aggregeret tilgang til analyse af kapitalbevægelserne. Tallenes tale bør derfor nok i den sidste ende afgøre aggregeringsgraden; nærværende oplæg arbejder imidlertid med en hypotese om, at en opdeling af kapitalbevægelserne i tre endogene og enkelte eksogene komponenter vil være klart bedre end at behandle den samlede nettokapitalimport under eet, og disaggregeringen vil under alle omstændigheder give indblik i, hvilke faktorer der styrer den samlede private nettokapitalimport.

4.3. Anvendt statistik over nettokapitalimporten

Den i henseende til nærværende estimationsarbejde vigtigste kilde til data er Danmarks Nationalbanks kvartalsstatistik "Registrerede betalinger fra og til udlandet" (i daglig tale "green sheets"), side 2 om Kapitalbetalinger. På aktivsiden skelnes mellem følgende poster (variabelbetegnelser i Det økonomiske Råds sekretariats finansielle databank er anført i parentes):

- offentlige kapitalanbringelser (C0)
- direkte investeringer (C1)
- passive kapitalanbringelser i værdipapirer (C4)
- forretningsmæssige lån og kreditter (C2)
- forskydninger på virksomheders konti i udlandet (C5)
- andre betalinger (C3) (C står i databanken generelt for kapitaleksport).

På passivside, hvor de traditionelle kapitalimportkategorier er anført, forefindes følgende størrelser:

- off. lån (incl. koncess. selsk., Eksportfin.fonden) (K0)
- dir. investeringer (K1)
- passive kapitalanbringelser (K4)
- forretningsmæssige lån og kreditter (K2), underopdelt i
 - kommercielle lån og kreditter (K21)
 - finanslån (K22)
 - andre lån og kreditter
- ansvarlig indsk. kapital i pengeinstitutter (KA1)
- andre betalinger (K3)

Endvidere er de såkaldte "ikke-registrede kapitalbevægelser", der i princippet er udtryk for forskydninger i traditionelle varekreditter knyttet til udenrigshandelen, blevet anslået ud fra oplysninger om betalingsbalancens løbende poster på hhv. transaktions- og betalingsbasis. (De ikke-registrede kapitalbevægelser benævnes KNR i databanken).

Det er vigtigt at bemærke, at de registrerede kapitalbevægelser så godt som udelukkende vedrører den indenlandske private, ikke-finansielle sektor. Pengeinstitutterne herhjemme er kun repræsenteret gennem deres aktiehandel med omverdenen og overførsel af ansvarlig indskudskapital til eller fra indenlandske banker. Derimod betragtes i Nationalbankstatistikken forskydninger i alle andre mellemværender mellem danske pengeinstitutter og omverdenen (pengeinstitutternes udlån til eller lån fra udenlandske pengeinstitutter og virksomheder, deres nettosalg af danske eller udenlandske obligationer m.v.) som forskydninger i Danmarks in-

ternationale likviditet.

Dette resulterer i en art asymmetri i statistikken. Denne omhandler i hovedsagen relationerne mellem een indenlandsk sektor, den private, ikke-finansielle sektor, og flere udenlandske sektorer (udenlandske ikke-finansielle, finansielle og måske offentlige sektorer). Ved sammenkædning af f.eks. summen af de korte, registrerede og de ikke-registrerede kapitalbevægelser med svingninger i den danske udenrigshandel skal man til eksempel være opmærksom på, at en dansk importør, der optager et importlån i en udenlandsk bank, afstedkommer en registreret kapitalbevægelse, nærmere bestemt en forskydning i kommercielle lån og kreditter (K21) på passivside ovenfor. Hvis omvendt en udenlandsk importør af en dansk eksportvare optager et importlån i en dansk bank (hvilket dog ikke sker specielt hyppigt), registreres transaktionen ikke på aktivside på "green sheets" (altså ej under C2), men derimod som ændring i Danmarks internationale likviditet. Der er jo tale om, at den involverede danske bank via lånearrangementet erhverver sig en nettofordring på omverdenen, som ikke har karakter af aktiekøb, og derfor går transaktionen uden om C-posterne ovenfor.

I omtalen af estimationerne af kapitalbevægelserne nedenfor i afsnit 4.5 og 4.9 redegøres nærmere for, hvilke af de ovenfor nævnte typer af kapitalstrømme der er blevet underkastet empirisk undersøgelse.

4.4. Nogle teoretiske overvejelser og modelopstilling

I første omgang udsøndres tre kategorier af private kapitalbevægelser for at kunne gøre dem til genstand for økonomisk estimation hver for sig. Det drejer sig om følgende:

- a) korte kapitalbevægelser (registrerede og uregistrerede)
- b) porteføljemæssige kapitalbevægelser (værdipapirhandel)

c) lange kapitalbevægelser (lange udlandslån).

Disse tre typer af kapitalbevægelser må formodes at være styret af på den ene side visse realøkonomiske forhold og på den anden egentlige finansielle overvejelser. Med hensyn til de realøkonomiske forhold ventes de korte kapitalbevægelser under a) således at reagere på forskydning i den indenlandske private sektors formue, omsving i udenrigshandelen og muligvis også trendmæssige forskydninger i betalings-sædvanerne i udenrigshandelen. De porteføljerelaterede kapitalbevægelser i b) påregnes at følge udviklingen i den indenlandske private sektors formue og vel egentlig også udviklingen i formuerne i udlandet, omend man ikke kan gøre sig håb om af finde nogen tal herfor. Endelig kan de lange kapitalbevægelser (de lange udlandslån) under c) også være bestemt af udviklingen i den ikke-finansielle private sektors formue; men først og fremmest påregnes udlandslånene at være knyttet til udviklingen i det indenlandske kapitalapparat og det hertil svarende investeringsforløb.

Ud over disse realøkonomiske faktorer formodes de tre typer af kapitalbevægelser at blive styret af mere finansielt betonedede overvejelser. En ændring i forskellen mellem relevant inden- og udenlandsk rente, korrigeret for ændringen i "normale" forventninger til valutakursændring i den til rentetyper svarende periode, må formodes at føre til ændrede ønskede indenlandske beholdninger af udlandsaktiver eller -passiver og ændrede ønskede udenlandske beholdninger af gæld til eller tilgodehavender hos indlændinge. Herudover kan i perioder frygt for nedskrivning af den danske krone være særlig udtalt og langt overstige forskellen mellem inden- og udenlandsk omkostnings- og inflationsudvikling med konsekvens for størrelsen af kapitalbevægelserne.

På linie med forventede valutakursændringer vil også netop stedfundne eller løbende kursændringer kunne influere på kapitalbevægelserne; afsnit 4.7 går nærmere ind på dette emne.

På forhånd vil man imidlertid nok regne med - på linie med tidligere danske og en række udenlandske undersøgelser af kapitalbevægelserne -, at de ovennævnte forklaringsfak-

torer ikke vil kunne fange størsteparten af variationen i kapitalbevægelserne i det seneste tiår. I visse perioder har udsvingene i kapitalstrømmene været meget store, ligesom egentlige valutakriser har forekommet i tidsrummet og selv sagt er afspejlet i data. Tillige er der langs hen ad vejen foranstaltet revisioner af reglerne for kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet, så alt i alt er der nok brug for et beredskab af såkaldte "dummies" i den økonometriske analyse til ud fra gode begrundelser at opsamle de største udsving.

I det følgende overvejes, hvordan de opridsede hovedtyper af kapitalbevægelser kan påregnes at variere med deres respektive forklaringsfaktorer.

a) Korte kapitalbevægelser

Først ses på kapitalbevægelserne under a), de korte kapitalbevægelser, registrerede såvel som uregistrerede. Lad M og X stå for import og eksport i indenlandsk mønt, og lad r , r^* og e^e være hhv. indenlandsk rente, udenlandsk rente og forventet valutakursændring. W betegner den indenlandske private sektors (finansielle netto-) formue. Definer nu indenlandske virksomheders ønskede beholdning af fordringer på udenlandske virksomheder i forbindelse med dansk eksport som

$$F_x = F_x(r, r^*, e^e, X, W)$$

og udenlandske virksomheders og bankers fordringer på danske virksomheder relateret til dansk import (dvs. danske virksomheders ønskede, kommercielt relaterede gældsposter) som

$$F_m = F_m(r, r^*, e^e, M, W)$$

Mellemværenderne F_x og F_m opgøres her alene i kr., men vil i virkeligheden dække over mellemværender benævnt i mange forskellige valutaer i harmoni med anvendelsen af en

række forskellige valutaer som faktureringsvalutaer i udenrigshandelen. Vi vil senere se på betydningen heraf.

Danske virksomheders ønskede nettotilgodehavende i udlandet i forbindelse med udenrigshandelen er følgelig $F_x - F_m$. Det er svingninger i denne difference, der viser sig som de korte, registrerede og uregistrerede private kapitalbevægelser.

Vi antager nu mere specifikt, at

$$F_m/M = f(r-r^* - e^e, W/M) + \text{tidstrend}$$

$$F_x/X = f(r-r^* - e^e, W/X) + \text{tidstrend},$$

altså at mellemværenderne på nær en mulig tidstrend er proportionale med omfanget af den tilsvarende udenrigshandel og desuden er en funktion af det valutakursforventningskorrigerede rentespænd mellem ind- og udland samt af formuen. (Tidstrenden kan stå for bl.a. den tilsyneladende stedfundne afkortning af betalingsperioden i udenrigshandelen inden for det sidste tiår). Over tiden gælder da

$$d\left(\frac{F_m}{M} - \frac{F_x}{X}\right) = (f_1 - g_1)(dr - dr^* - de^e) + f_2 d(W/M) - g_2 d(W/X) + \text{konstant}$$

Venstresiden kan opskrives

$$d\left(\frac{F_m}{M} - \frac{F_x}{X}\right) = \frac{dF_m}{M} - \frac{dF_x}{X} + \frac{F_x}{X} \cdot \dot{x} - \frac{F_m}{M} \cdot \dot{m}$$

i hvilken \dot{x} og \dot{m} står for den procentvise ændring i værdien af eks-, respektive import.

Hele relationen bliver derfor

$$\frac{dF_m}{M} - \frac{dF_x}{X} = (f_1 - g_1) (dr - dr^* - de^e) + (f_2/M - g_2/X) dW \\ + (F_m/M - f_2W/M) \dot{m} - (F_x/X - g_2W/X) \dot{x} + \text{konstant}$$

Vi lader nu XM stå for gennemsnittet af værdien af eksporten og importen og antager endvidere, at koefficienterne til rentespændsændringen samt ændringerne i im- og eksport er nogenlunde konstante. Herved nås frem til følgende lineære relation:

$$\frac{(dF_m - dF_x)}{MX} = a_0 + a_1(dr - dr^* - de^e) + a_2\dot{m} + a_3\dot{x} + a_4\frac{dW}{MX}$$

Idet $(dF_m - dF_x)$ er nettokapitalimporten inden for gruppen af kapitalbevægelser, der vedrører finansiering af udenrigshandelen - a) -, fremstiller ligningen denne nettokapitalimport i forhold til udenrigshandelsomfanget som en lineær funktion af ændringen i rentespænd, import og eksport samt af forholdet mellem ændringer i formuen og udenrigshandelsomfanget.

Vi skal i afsnit 4.6 give en begrundelse for, at der i stedet for \dot{x} og \dot{m} nok bør indsættes lagfordelte importog eksportændringsrater, med symboler $L_m(\dot{m})$ og $L_x(\dot{x})$.

Det kan i øvrigt bemærkes, at i modsætning til de nedenfor udledte relationer for porteføljeomlægninger og lange udlandslån optræder stedfundne valutakursjusteringer ikke umiddelbart i regressionsligningen ovenfor. Forklaringen er, at udenrigshandelsstrømme og de hertil svarende kapitalbevægelser overvejende er benævnt i samme valuta. Derimod vil benævnelsen af de reale variable bag de porteføl-

jemæssige og de lange kapitalbevægelser, nemlig ændringer i den private, ikke-finansielle sektors formue og sektorens investeringsaktivitet, som jo er danske kroner, kunne være forskellig fra benævnelsen af de værdipapirer, der handles, og de udlandslån, som virksomhederne optager. Mere herom nedenfor og også i afsnit 4.7.

b) Porteføljemæssige kapitalbevægelser

Næste gruppe kapitalbevægelser er b), de porteføljemæssige. Vi kan her antage at udenlandske beholdninger af danske aktiver, P i danske kroner, er givet ved

$$E^{-1}P/Z^* = q(r-r^* - \dot{e}^e) + \text{tidstrend}$$

Hvis E er kursen mellem udenlandsk valuta og kroner, fremstiller produktet $E^{-1}P$ værdien i udenlandsk valuta af beholdningen i danske værdipapirer, og Z^* er en normeringsfaktor. (Som for eksempel bruttonationalproduktet i udlandet, regnet i nominelle termer). Forholdet mellem værdien af danske aktiver og normeringsfaktoren er nu en funktion af i det mindste den pågældende danske rente, den tilsvarende udenlandske og forventningerne til nedskrivning af den danske krone i forhold til den udenlandske valuta. Der kan evt. tillige indlægges en tidstrend i relationen.

Parallelt hermed fremstilles den indenlandske beholdning af udenlandske værdipapirer som

$$EP^*/Z = p(r-r^* - \dot{e}^e, W/Z) + \text{tidstrend}$$

Her er beholdningen P^* opgjort i udenlandsk valuta, men pågangningen af valutakursen E bringer værdien i danske kroner frem. Denne beholdning, igen sat i forhold til en normeringsfaktor (indenlansk bruttonationalprodukt i løbende priser, for eksempel), er nu en funktion af de samme argumenter som ovenfor og tillige af den indenlandske private, ikke-finansielle nettoformue. Antagelig burde normeringsfaktoren for både den udenlandske og den indenlandske

værdipapirbeholdning have været et formuebegreb, men det er ikke muligt at finde tilstrækkeligt brugbare tal herfor. Derfor forslaget om anvendelse af BNP-tal. Derimod haves formentlig tilstrækkelig gode tal for ændringer i den indenlandske private sektors formue, hvilket begrunder indførelse af W ovenfor og brugen af dW nedenfor.

I danske kroner kan de porteføljerelaterede kapitalbevægelser da opgøres på følgende måde: Ændringen i den udenlandske beholdning er

$$\begin{aligned} d(E^{-1}P/Z^*) &= dP/EZ^* - (P/EZ^*) (\dot{e} + dZ^*/Z^*) \\ &= q' (dr - dr^* - \dot{d}e^e) + \text{konstant} \end{aligned}$$

hvilket medfører, at

$$\begin{aligned} dP/EZ^* &= (P/EZ^*) (\dot{e} + dZ^*/Z^*) \\ &+ q' (dr - dr^* - \dot{d}e^e) + \text{konstant} \end{aligned}$$

Ganske analogt findes ændringen i forholdet EP^*/Z som givet ved

$$\begin{aligned} d(EP^*/Z) &= EP^*/Z + (EP^*/Z)\dot{e} - (EP^*/Z)(dZ/Z) \\ &= p' (dr - dr^* - \dot{d}e^e) + p_W dW - p_W W/X (dZ/Z) + \text{konst.} \end{aligned}$$

hvoraf fås

$$\begin{aligned} (EdP^*)/Z &= -(EP^*/Z)\dot{e} + (EP^*/Z - p_W W/Z) (dZ/Z) \\ &+ p' (dr - dr^* - \dot{d}e^e) + p_W dW + \text{konst.} \end{aligned}$$

Vi lader nu y betegne forholdet mellem de to normeringsfaktorer i dansk mønt, EZ^* og Z , altså $y = EZ^*/Z$. Her påregnes

y at være nogenlunde konstant over tiden, og samme antagelse skal gælde forholdene W/Z , P/EZ^* og EP^*Z samt differentialkvotienterne q' , p' og p_w . Der gælder da, at

$$\begin{aligned} \frac{(dP - EdP^*)}{Z} &= y(P/EZ^*) (\dot{e} + dZ^*/Z^*) + (EP^*/Z) \dot{e} - p_w(dW/Z) \\ &- ((EP^*/Z) - p_w W/Z) (dZ/Z) + (yq' - p') (dr - dr^* - d\dot{e}^e) \\ &+ \text{konstant} \end{aligned}$$

Vi er hermed nået frem til følgende regressionsligning

$$\frac{(dP - EdP^*)}{Z} = a_0 + a_1(dr - dr^* - d\dot{e}^e) + a_2\dot{e} + a_3(dW/Z) + a_4(dZ/Z)$$

idet leddet med væksten i udlandet, $(\dot{e} + dZ/Z)$ er gledet ud. I regressionsligningen gøres nettokapitalimporten i forbindelse med værdipapirhandel til en funktion af ændringer i rentespænd, valutakurs, indenlandsk formue og muligvis bruttonationalprodukt. Det forventede fortegn må være positivt for a_1 og a_2 , mens det er negativt for a_3 .

c) Lange udlandslån

Til sidst søges opstillet en ligning for kapitalimporten inden for kategori c), de lange udlandslån.

Udgangspunktet er modelleringen af graden af udlandsfinansiering af det indenlandske kapitalapparat. Udlandslånene betegnes U , og de antages at kunne skrives som

$$U/K = EU^*/K = u(r - r^* - \dot{e}^e, W/K) + \text{tidstrend}$$

Målt i udenlandsk valuta andrager udlandslånene U^* , målt i indenlandsk U . Den udlandsfinansierede del af kapitalapparatet U/K , hvor K er et mål for kapitalapparatets størrelse og værdi, formodes at afhænge af i det mindste det indenlandske renteniveau, det udenlandske renteniveau, valuta-

kursforventninger og forholdet mellem den private, ikke-finansielle sektors nettoformue og kapitalapparatet. Flere argumenter er tænkkelige; for eksempel kunne man forestille sig, at udlandsfinansieringsdelen bevægede sig sammen med fremmedfinansieringsandelen, alt andet (renterne) lige, så at perioder med forøget selvfinansieringsevne mindsker behovet for og lysten til at optage lån i udlandet.

Udtrykket for U/K ændres efter

$$\begin{aligned} d(U/K) &= E dU^*/K + (U^*E/K) \dot{e} - (EU^*/K) (dK/K) \\ &= u' (dr - dr^* - de^e) + u_w (dW/K - (W/K) (dK/K)) + \text{konstant} \end{aligned}$$

hvoraf

$$\begin{aligned} E dU^*/K &= u' (dr - dr^* - de^e) - (U^*E/K) \dot{e} + (EU^*/K - u_w W/K) dK/K \\ &\quad + u_w (dW/K) + \text{konst.} \end{aligned}$$

hvilket resulterer i regressionsligningen

$$E dU^*/K = a_0 + a_1 (dr - dr^* - de^e) + a_2 \dot{e} + a_3 (dK/K) + a_4 (dW/K)$$

Denne lineære ligning fremkommer på baggrund af forudsætninger om, at forholdene UE^*/K og W/K samt differatalkvotienten u' ikke ændrer sig for meget igennem estimationsperioden. Der ligger i ligningen, at nettokapitalimporten i forbindelse med optagelse af lange finansielle lån, målt relativt til et udtryk for kapitalapparatet, følger ændringer i rentespændet mellem ind- og udland, investeringsudviklingen og ændring i den indenlandske formue, ligesom den reagerer på stedfundne valutakursforskydninger.

4.5. Anvendte afhængige og uafhængige variable

a) Korte kapitalbevægelser

Den endogene variabel for estimationen af de korte kapitalbevægelser tager udgangspunkt i de forretningsmæssige

lån og kreditter på aktivsiden (C2), de kommercielle kreditter på passivsiden (K21) samt de ikke-registrerede kapitalbevægelser (KNR). Nettokapitalimporten $KNR + K21 - C2$ divideres nu med et gennemsnit af eks- og import i løbende priser for det foregående kvartal, kaldet XM1, og den afhængige variabel i ligningerne for de korte kapitalbevægelser (nettokapitalimporten) bliver således $(KNR + K21 - C2)/XM1$.

Som eksogene variable benyttes dels et udtryk for valutakursforventningskorrigeret rentespænd mellem Danmark og udlandet og dels udtryk for væksten i værdien af eks- og import. Det rene rentespænd er indledningsvis blevet afbildet som forskellen mellem den danske udlånsrente og euro-DM-renten, men også eurodollarrenten er søgt inddraget. Disse to udlandsrenter er ikke i sig selv effektive lånerentesatser for danske eller udenlandske virksomheder, idet sådanne tillige inkluderer forskellige provisioner m.v.; det antages imidlertid, at disse ekstra forhold ikke varierer fra periode til periode, således at ændringer i de rene satser approksimerer ændringer i de faktiske låneomkostninger (og alternativomkostninger) forbundet med korte udlandslån og varekreditter.

De valutakursforventninger, med hvilke det rene rentespænd mellem ind- og udland er blevet korrigeret, bliver generelt billedet på to måder:

- ud fra en købekraftsparitets-tankegang som forskellen mellem langsigtede inflationsforventninger i ind- og udland.
- som en udglattet historisk devalueringstakt.

Sammenhængen mellem udenrigshandelsomsving og de korte kapitalbevægelser, der er forholdsvis kompleks, gennemgås for sig i næste afsnit 4.6.

b) Porteføljemæssige kapitalbevægelser

Den endogene variabel for porteføljebevægelserne er valgt til nettokapitalimporten ($K4 - C4$), normeret ved hjælp af bruttonationalproduktet i Danmark i løbende priser, altså $(K4 - C4)/BNP$. Normeringen skulle give mere stabile koefficienter til de forklarende variable, herunder det kurskorrigerede rentespænd mellem ind- og udland.

Som mål for rentespænd (incl. valutakursforventninger) er benyttet forskellen mellem den danske obligationsrente og tysk obligationsrente, korrigeret for devalueringforventninger som beskrevet ovenfor for de korte kapitalbevægelser. Det udtryk for den indenlandske private, ikke-finansielle sektors nettoformue, som benyttes (ændringen heri normeret med BNP) i regressionen, er taget fra Det økonomiske Råds sekretariats finansielle databank og er summen af den private sektors finansielle nettofordringer på stat, nationalbank, pengeinstitutter og udlandet.

Vedrørende sammenhængen mellem de porteføljemæssige kapitalbevægelser og valutakursændringer henvises til afsnit 4.7 nedenfor, hvor det diskuteres, hvilket kursforskydningsudtryk der hører hjemme i estimationerne.

c) Lange kapitalbevægelser

Den endogene variabel for den tredje komponent af kapitalbevægelserne, som er blevet underkastet estimation, nemlig de lange udlandslån, er $K2 - K21$ (se kapitalimportkategorierne ovenfor). $K2 - K21$ omfatter først og fremmest finanslån, men også andre lån og kreditter, og er egentlig de samlede forretningsmæssige lån og kreditter med de kommercielle piller ud. $K2 - K21$ sættes i forhold til - i mangel af en ordentlig opgørelse af de udlandslånende virksomheders kapitalapparat - BFI i byerhverv i løbende priser: $(K2 - K21)/BFIB$.

Da finanslånene indtil 1. juni 1985 har været underlagt krav om en løbetid på mindst fem år, er det valgt at tage udgangspunkt i obligationsrenten i ind- og udland for at finde

det for de lange udlandslån relevante rentespænd. Valutakursforventninger er afbildet på samme måde som under de to andre kapitalbevægelsestyper. Vedrørende inddragelse af stedfundne kursforskydninger henvises til den udførlige diskussion i afsnit 4.7, og hvad formuebevægelser angår, anvendes samme formueudtryk som i kategori a) og b).

Den sidste uafhængige variabel er ændringen i kapitalapparatet sat i forhold til niveauet herfor - med andre ord de nominelle nettoinvesteringer i forhold til kapitalapparatet. Det er her besluttet fortsat at anvende bruttofaktorindkomst i byerhverv som proxy for størrelsen af kapitalapparatet, mens nettoinvesteringsvariablen er blevet repræsenteret ved faste erhvervsmæssige investeringer i bygninger og anlæg med fradrag af beregnede afskrivninger.

De forventninger til valutakurserne, som indgår i rentespændene i de tre regressionsligninger, er som anført ovenfor afbildet ud fra forskelle i udjævnede inflationstakter eller ud fra tidligere devalueringstakter. Det turde være klart, at disse metoder så langt fra opfanger hele variationen over tiden i forventningerne til nedskrivning af kronen over for udlandsvalutaerne. Flere forhold - en særligt stor dansk udlandsgæld og særligt ugunstig dansk betalingsbalanceudvikling - peger i retning af, at devalueringsforventningerne i perioder må have oversteget det niveau, som inflationsforskelle eller historiske devalueringer betinger.

Det har i estimationerne været tilstræbt at samle disse forhold op gennem at indføre en egentlig "devalueringsfrygt"-variabel, der skulle fange den ændring i valutakursforventningerne, som har ligget ud over ændringen i forskelle i inflations- eller omkostningsudviklingen mellem ind- og udland.

Udgangspunktet for denne "devalueringsfrygt"-variabel har været, at frygten for devaluering må formodes at tiltage, når landets samlede udlandsgæld stiger som andel af den indenlandske produktion. Kaldes udlandsgælden G^* , målt i udenlandsk valuta, og er valutakursen E , bliver gælden, opgjort i indenlandsk mønt, $G = EG^*$. Denne ændrer sig relativt til BNP som

$$d\left(\frac{EG^*}{BNP}\right) = \frac{EG^*}{BNP} (\dot{e} - \dot{bnp}) + \frac{BBU}{BNP}$$

der er alt andet lige tale om forøgelse i det omfang, den indenlandske valuta nedskrives, og betalingsbalancen udviser underskud, og en reduktion af forholdet i den udstrækning, i hvilken BNP vokser i nominelle termer.

Variablen på højresiden af ligningen kunne nu måske fungere som proxy for devaluering frygten. I henhold til et sådant oplæg skulle devaluering frygten altså være relateret til både kursrelateret opskrivning af gælden, den nominelle produktionsvækst og det forholdsvise betalingsbalanceunderskud.

4.6. Specielt vedrørende sammenhængen mellem korte kapitalbevægelser og udenrigshandelssvingninger

I dette afsnit ses mere udførligt på de faktorer, der bestemmer relationen mellem (varige) udsving i udenrigshandelen og kapitalbevægelserne i den korte ende, dvs. de korte, registrerede og de ikke-registrerede kapitalbevægelser (hørende til hhv. kommercielle lån og varekreditter).

Der argumenteres for, at denne sammenhæng bestemmes af

- betalingssædvanerne i udenrigshandelen
- hyppigheden af optagelse af valutalån (eksport- og importlån)
- den gennemsnitlige løbetid for disse valutalån,

og at de tre nævnte forhold kan være uensartede på eksport- og importsiderne.

Danmarks Nationalbanks Årsberetningers tabeller over be-

talingssædvaner i udenrigshandelen (f.eks. tabel 10 i Årsberetningen for 1984) registrerer tidsperioden mellem tidspunktet for vare- eller tjenesteleverancen og tidspunktet for betaling herfor, altså hvad man kunne kalde betalingsperioden. Optager den danske virksomhed, der er involveret i en given handelstransaktion, intet eksport- eller importlån, bliver den effektive kreditperiode, som virksomheden giver eller får i forbindelse med handelstransaktionen, lig med betalingsperioden.

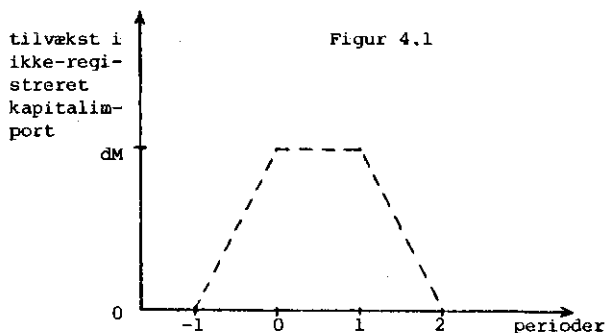
Hvis derimod en dansk eksportør optager et eksportlån i udlandet, må dette føre til en afkortning af virksomhedens effektive kreditperiode - virksomheden udsteder ved låneoptagelsen en fordring til udlandet, der helt eller delvis modsvarer den fordring, som den har på den udenlandske importør, på et tidspunkt før den hjemtager sin varebetaling og derved afgiver sin fordring på den udenlandske virksomhed. Når den danske eksportør sælger sin vare, forekommer en ikke-registreret kapitaleksport til udlandet, der, når eksportlånet optages, (delvis) ophæves af en registreret kapitalimport.

Betragter vi omvendt en dansk importør, der optager et importlån, kan virksomheden i kraft heraf formentlig i et vist omfang forlænge sin effektive kreditperiode. Når virksomheden hjemtager sin vare, forårsager den en ikke-registreret kapitalimport, og når den derefter optager importlånet for at betale sin udenlandske leverandør, forekommer en tilsvarende ikke-registreret kapitaleksport, der finansieres af registreret kapitalimport. Indtil importlånet tilbagebetales, har udlandet ergo en registreret fordring på den danske importør.

Med fare for at nærme sig det spekulative kan det overvejes, hvorledes f.eks. en varig importstigning slår igennem på de ikke-registrerede, respektive registrerede korte kapitalbevægelser.

Antag først, at der ikke optages noget importlån, og at betalingsperioden for importen andrager 2 perioder (2 kvartaler). Det kan da indses, at hvis stigningen i den pågældende import finder sted i periode 0, bliver effekten på de ikke-re-

gistrerede kapitalbevægelser som i fig. 4.1.

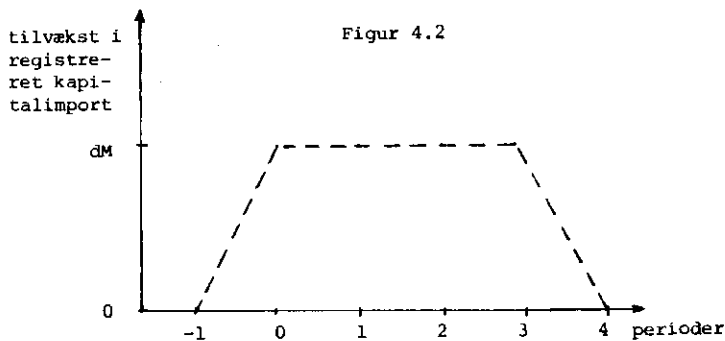


Til eksempel andrager den ekstra, ikke-registrerede kapitalimport i periode 1 et beløb svarende til stigningen i importen i periode 0, idet hverken den i samme periode eller den i periode 0 optagne varekredit er bragt ud af verden.

Hvis importøren næsten med det samme optager et importlån for at betale den udenlandske virksomhed for vareleverancen, og hvis det importlån, der ydes af den involverede udenlandske bank, løber over 1 år (4 perioder), ændres den registrerede kapitalimport (under kommercielle lån) ved den varige importforøgelse, som det fremgår af figur 4.2.

I for eksempel periode 2 påvirkes den registrerede kapitalimport følgelig af et beløb svarende til importforøgelsen, idet ingen af de tidligere optagne importlån endnu er tilbagebetalt, og der optages et importlån i perioden (2). Betales importen som en tredje mulighed kontant, fører importstigningen omvendt overhovedet ingen kapitalbevægelser med sig; i stedet trækkes der med det samme (og løbende i de efterfølgende perioder) på den internationale likviditet.

Det skulle nu være klart, at den ikke-registrerede kapitalimport såvel som den registrerede kapitalimport kan hænge sammen med varige importændringer i samme periode og



muligvis også nogle foregående perioder. Hvordan og med hvilken styrke afhænger af de konkrete betalings-sædvaner i importen (kontant eller kredit samt længden af betalingsperioden) og af hyppigheden af efterfølgende importlån (og længden af disse).

Nogenlunde analoge betragtninger gør sig gældende på eksport-siden, hvor bindingen mellem en varig eksportstigning og ikke-registreret kapitaleksport afgøres af betalings-sædvanerne i eksporten (kontant eller kredit og længden af betalingsperioden), og hvor relationen mellem en varig eksportstigning og den registrerede kapitalimport kommer til at afhænge af hyppigheden af optagelse af eksportlån og længden af disse.

I ligningen for de korte kapitalbevægelser kommer der således til at indgå en lagfordelt eksportstigning og en lagfordelt importændring som to forklarende variable. Vedrørende lag-strukturerne synes de ovenstående bemærkninger om import- og eksportlån at pege på, at der er tale om en større forsinkelse for import end eksport - og at koefficienten til den lagfordelte importstigning bør være den største, når periodelængden som i nærværende analyse er et kvartal. (Større sandsynlighed for, at den effektive betaling for eksporten falder inden for samme kvartal som varetransaktionen, end tilfældet er for importens vedkommende.)

4.7. Specielt vedrørende valutakursforskydninger

I dette afsnit skal der reflekteres lidt mere over sammenhængen mellem kapitalbevægelser og kursforskydninger - nyligt stedfundne såvel som forventede fremtidige.

Først ses på et eksempel: En indenlandsk virksomhed optager til anlægsinvesteringsformål et 5-årigt finanslån med lige store afdrag hvert af de 5 år (20 pct.). Lånet optages i SFr. til en rente (incl. garanti- og formidlingsprovision) på 8 pct. p.a., og det lyder på 25.000 SFr., hvilket ved en valutakurs på 4 umiddelbart svarer til 100.000 kr.

Hvordan skal en virksomhed optage dette udlandslån på sin balance? Hvis det skulle gå korrekt til, skulle det kurssættes ud fra dels virksomhedens kalkulationsrente eller "markedsrenten" (som kunne antages at være lig med den indenlandske udlånsrente på f.eks. 13 pct.), dels - og det er det vigtige i denne sammenhæng - virksomhedens forventninger om opskrivning af SFr. i forhold til kronen. Forventes det således, at den fremtidige årlige kursopskrivning andrager 4.63 pct., bør lånet bogføres til kurs 100 og dermed til de fulde 100.000 kr. Forventer virksomheden ingen kursjustering i fremtiden, bør lånet ved optagelsen vurderes til noget mindre end kurs 100 (nemlig ca. kurs 89).

Hvis lånet bogføres efter disse retningslinier, vil faktiske valutakursforskydninger mellem SFr. og Dkr. præcis svarende til de ovenstående forventede 4.63 pct. ikke nødvendiggøre nogen ny værdiansættelse af udlandslånet. Hvis omvendt den faktiske kursforskydning i til eksempel det første år er lavere end forventet og ikke modsvares af en tilsvarende opjustering af forventningerne til fremtidige kursjusteringer, bør lånet skrives ned på virksomhedens balance. Eller formuleret lidt anderledes: kun en opskrivning af SFr. forskellig fra den forventede bør indvirke på værdiansættelsen af passivet. I virksomhedens overvejelser med hensyn til mest hensigtsmæssig sammensætning af dens passivside på udlandslån og indenlandsk fremmed- og egenkapital i forbindelse med nyfinansiering af en udvidelse af produktionsapparatet er det således kun den uventede del af opskrivningen af udlandsvalutaerne, der bør føre til ændret portefølje-

sammensætning.

Hvis den valutakursopskrivning, der har fundet sted i den forrige periode, helt svarer til den, virksomheden ventede, vil virksomhedens bidrag til landets kapitalimport alene blive bestemt af den valgte udlandsfinansieringsandel af den igangsværende udvidelse af virksomhedens kapitalapparat, hvilken andel på sin side bestemmes af valutakursforventningskorrigeret rentespænd m.v.

Hvis omvendt den forløbne periodes opskrivning af udlandsvalutaen har været større end forventet, vil virksomhedens nettokapitalimport fra udlandet kunne siges at bestå af to komponenter: For det første den samme som ovenfor, nemlig udlandsfinansieringen af nye investeringer. For det andet en komponent, her delvis tilbagebetaling af eksisterende udlandslån, der følger af, at de eksisterende udlandslån via den uventede kursopskrivning er kommet til at fylde lovlig meget på passivsiden på virksomhedens balance. På denne måde bliver den faktiske nettokapitalimport bestemt af både den forventede fremtidige valutakursændring og en uventet netop stedfunden kursændring i den her betragtede situation, hvori virksomheden opfører udlandspassivet "korrekt" på sin balance og lader sin låneadfærd i udlandet dirigere af porteføljeovervejelser.

Dette var imidlertid en idealiseret situation med ideel passivvurdering og porteføljeadfærd herudfra. Virksomheders regnskabspraksis afviger væsentligt fra ovenstående, og i den udstrækning, deres låneadfærd i udlandet er knyttet til en "ukorrekt" regnskabspraksis, kan det blive ganske svært at beskrive denne adfærd, herunder afgøre, i hvilken udstrækning og hvorvidt nylige og forventede fremtidige valutakursændringer indvirker på virksomhedernes nettokapitalimport.

En hovedregel i forbindelse med virksomheders formueopgørelse er, at udlandsgæld kan fratrækkes (passivføres) med sin pålydende værdi. Hvis den på udlandslånet gældende rene rente ligger væsentligt under den indenlandske udlånsrente (virksomhedens kalkulationsrente), ligger der følgelig heri en overvurdering af passivet, medmindre, jfr.

ovenfor, virksomheden forventer apreciering af udlandsvalutaen svarende til renteforskellen mellem ind- og udland. Endvidere kan virksomheden ifølge reglerne løbende justere sine passiver på status med bevægelser i den relevante fremmede valuta - hele bevægelsen og altså ikke, hvad der i lyset af det ovenfor fremførte ville være det korrekte, alene den del af stedfundne kursforskydninger, der ligger ud over det forventede. Et lån i en vis-a-vis kronen apprecierende udenlansk valuta med lav rente vil således med tiden kunne blive mere og mere overvurderet på virksomhedens balance.

Handlede virksomheden rationelt, ville den negligere den "uberettigede" del af passivopskrivningen på sin balance og reagere alene på den uventede kursforskydning og dens implikationer for den eksisterende udlandsgælds andel af balancen. Handler den imidlertid på baggrund af bevægelser på den regnskabsmæssige balance, er det tænkeligt, at opskrivning af udlandsvalutaer fører til en forholdsvis kraftig modreaktion i dens nettokapitalimport. Eller man tænke sig, at den i sin nettokapitalimport tager hensyn til, at de for dens udlandsgæld relevante udlandsvalutaer fremover kan blive opskrevet og derfor ønsker at nedsætte nettokapitalimporten som en modreaktion herpå.

For at opsummere diskussionen indtil nu kan det slås fast, at den korrekte regnskabspraksis og rationel porteføljeadfærd vil bevirke, at valutakursforskydninger indgår i bestemmelsen af en virksomheds nettokapitalimport på følgende vis:

1) Den forventede fremtidige kursopskrivning af udlandsvalutaen indgår i det kurskorrigerede rentespænd, der udtrykker de relative låneomkostninger ved udlandsbelåning af investeringer.

2) Den uventede del af den stedfundne kursopskrivning af valutaen fører til en modgående korrektion (eksempelvis delvis tilbagebetaling af udlandslån) på opvurderingen af de eksisterende udlandslån.

Som resultat af en ikke-ideel regnskabspraksis, hvor udlandslån opføres til pålydende værdi, og faktiske kursjusteringer fuldt ud fører til revurdering af udlandspassivet,

kan virksomhederne imidlertid reagere i nettokapitalimporten på kursforskydninger på følgende vis:

1) som ovenfor

3) De kan reagere på hele den netop stedfundne kursopskrivning med en begrundelse parallelt med den i 2) ovenfor

4) Eller de kan reagere på den uventede del af en nylig kursopskrivning og på den forventede fremtidige periodes kursopskrivning, atter med en begrundelse, der minder om den i 2) ovenfor.

Når man estimerer kapitalbevægelser mellem ind- og udland, er der altså umiddelbart flere forskellige måder at indføre kursbevægelser på som forklarings-elementer. Man bør under alle omstændigheder så vidt muligt indregne kursændringsforventningen som en del af låneomkostningerne, dvs. som i 1). Herudover er der mulighederne 2), 3) eller 4). Jo mere bundede virksomhederne i deres handlinger er af deres måde at opgøre status på, og jo mindre de ser fremad, jo mere taler for at gå ud fra hypotese 3). Omvendt: hvis de er fuldt rationelle og helt overser statusprincipperne, er det 2), der bør benyttes. Endelig udgør 4) en art mellemform.

Man kan også have den opfattelse, at netop estimationen af kapitalbevægelserne - specielt finanslån og andre, ikke kommercielle kreditter - kunne give et fingerpeg om, hvordan virksomhederne handler ud fra valutakursændringer. Nærmere herom i afsnit 4.9.

4.8. Problemer hidrørende fra valutakursjusteringer og ændringer i valutabestemmelserne

Den længste estimationsperiode, der har været anvendt for regressionen af korte, porteføljemæssige og lange kapitalbevægelser, dækker tidsrummet fra primo 1977 til ultimo 1984. I denne periode har der af og til været ganske stor uro omkring den danske krone, og der er flere gange foretaget justeringer af den danske krone over for samarbejdspartneres valutaer (og vice versa) i det europæiske valutasamar-

bejde - først det såkaldte slangesamarbejde, senere det Europæiske Monetære System.

A priori ville man således forvente, at det i en del af kvartalernes i perioden 1977-1984 ville være vanskeligt at opsamle de faktiske omsving i kapitalbevægelserne ved hjælp af de foreslåede regressioner. Det kunne da være til hjælp på forhånd at udpege de kvartaler, hvori ændringer i vigtige kursrelationer - først og fremmest mellem den danske krone og den vesttyske mark - forekom (eller udeblev).

Desuden er de danske valutabestemmelser blevet ændret flere gange i den dækkede historiske periode. Man må forvente, at dette har haft virkning på de danske kapitalbevægelser. Effekten kan have haft karakter af enten en varig ændring i niveauet for kapitalbevægelserne eller af en engangstilpasning i de bagvedliggende beholdninger af fordringer på eller gæld til udlandet.

Nedenstående liste angiver kvartaler i perioden 1977-84, der indeholdt kursjusteringer over for DM eller vigtige ændringer i valutabestemmelserne:

1977.2: devaluering af Dkr. med 3 pct. i april

1977.3: devaluering af Dkr. med 5 pct. i august

1978.4: (revaluering af DM med 4 pct. i oktober)

1979.1: revision af valutabestemmelserne (forbud mod salg af statsobligationer til valutaudlændinge); oprettelse af EMS i marts

1979.3: effektiv devaluering af Dkr. med ca. 7 pct. over for DM i september

1979.4: devaluering af Dkr. med 5 pct.

1981.4: (revaluering af DM med 5.5 pct. i oktober)

1982.1: devaluering af Dkr. på 3 pct. i februar

1982.2: (revaluering af DM med 4.5 pct. i juni)

1983.1: (effektiv revaluering af DM med 3 pct. i marts over for Dkr., der dog i realiteten blev opskrevet inden for EMS)

1983.2: revision af valutabestemmelserne i maj

1984.1: revision af valutabestemmelserne i januar

4.9. Endelige estimationsudtryk og -resultater

a) Korte kapitalbevægelser

Grundudgaven af estimationsligningen for de korte kapitalbevægelser, jfr. det teoretiske udtryk i afsnit 4.4 foran, er følgende

$$\begin{aligned} \text{RKIF} = & a_0 + a_1.\text{DIPDIF} + a_2.X22 \\ & + a_3.M333 + a_4.RDWMX \end{aligned}$$

Her er RKIF nettokapitalimporten i denne kategori, normeret med et gennemsnit af eks- og import i løbende priser. DIPDIF er rentespændet over for Vesttyskland i den korte ende - forskellen mellem udlånsrenten i Danmark og euro-DM-renten - korrigeret for forventningen til valutakursudviklingen approksimeret ved forskellen mellem de forventede inflationstakter.

Endvidere er X22 gennemsnittet af eksportstigningen i samme og foregående kvartal og M333 gennemsnittet af importstigningen i tre kvartaler: det løbende kvartal og de to forrige, i forventning om, at tilpasningen i kapitalbebevægelserne til varige ændringer i udenrigshandelen vil være langsomst på importsiden. RDWMX er forholdet mellem ændringen i den indenlandske, private ikke-finansielle sektors finansielle nettoformue og gennemsnittet af eks- og importen. (Der henvises til variabellisten i Appendix 1 for en udførlig gennemgang af anvendte forklarende variable).

Ved en første estimation af denne ligning opnås resultatet i ligning (a1) i tabel 4.1. Der er ikke tale om nogen fremragende estimation; R^2 er meget lav, og ingen koefficientestimer er signifikante, omend koefficienterne til udenrigshandelsvariablene X22 og M333 samt til den relative formueændring RDWMX er forholdsvis tæt på signifikans. Alle koefficientestimer har dog korrekt fortegn.

Det fremgår, at de store udsving i nettokapitalimporten ikke rigtig opfanges med det anvendte kursforventningskorrigerede rentespænd og omsving i im- og eksport samt i den indenlandske private sektors formue. En analyse af residualerne afslører store afvigelser i regressionen i kvartalerne 1979.4, 1981.2, 1983.2 og særlig 1984.4, men der er også betydelige afvigelser i en del andre kvartaler.

På forhånd kunne man forvente, at der ville være nogen korrelation mellem de benyttede variable for udsving i udenrigshandelen, altså X22 og M333. Det viser sig, at korrelationskoefficienten beløber sig til 0.56. Hvis man derfor slår de to variable sammen i een variabel under hensyntagen til deres respektive koefficientestimer ovenfor, skulle der kunne bedres på signifikansen af estimationsligningens koefficienter. Til dette formål dannes størrelsen

$$MX43 = M333 - (3/4)X22 .$$

Indsættes denne blandede udenrigshandelsvariabel i stedet for M333 og X22 i ligningen, bliver resultatet ligning (a2) i tabel 4.1. Koefficientestimatet til MX43 bliver nu godt og vel signifikant, og også signifikansen af estimerne for de øvrige forklarende variables koefficienter forbedres marginalt.

Som nævnt er der i den første estimationsligning (og også ligning (a2)) en række større residualer. Den positive residual i fjerde kvartal 1984 er imidlertid særligt stor, og som et minimum kan det forsøges at indføje en dummy for dette ene kvartal (en mere udbredt anvendelse af dummies til andre kvartaler vil næppe være hensigtsmæssig). Gøres dette, kommer ligning (a3) i tabel 4.1 frem.

Bilagstabel 4.1 Estimationsresultater, korte kapitalbevælgelser.

Nr.	Estim.per.	Konst.	DIPDIF	DIEURDIF	X22	M333	MX43	EDMLAG	RDMX	DUMMY	R ²	DW
a1	77.1-84.4	0,012 (0,93)	0,0034 (0,66)	-	-0,47 (1,72)	0,60 (1,85)	-	-	-0,082 (1,78)	-	0,19	2,05
a2	77.1-84.4	0,012 (1,27)	0,0033 (0,66)	-	-	-	0,61 (2,04)	-	-0,082 (1,81)	-	0,19	2,04
a3	77.1-84.4	0,0061 (0,83)	0,0011 (0,29)	-	-	-	0,59 (2,52)	-	-0,064 (1,81)	0,18 (4,26)	0,51	2,76
a4	77.1-84.4	0,024 (1,93)	0,0049 (0,97)	-	-	-	0,67 (2,25)	-0,95 (1,44)	-0,095 (2,10)	-	0,25	2,10
a5	77.1-84.4	0,011 (0,90)	-	0,0057 (2,19)	-0,35 (1,36)	0,50 (1,63)	-	-	-0,064 (1,47)	-	0,30	1,91
a6	77.1-84.4	0,012 (1,41)	-	0,0057 (2,23)	-	-	0,49 (1,72)	-	-0,064 (1,52)	-	0,30	1,92
a7	77.1-84.4	0,0064 (0,94)	-	0,0042 (2,04)	-	-	0,50 (2,26)	-	-0,054 (1,61)	0,16 (4,22)	0,58	2,55

Bilagstabel 4.1 (forts.) Estimationsresultater, korte kapitalbevægelser.

Nr.	Estim.periode	Konstant	DIPUDDIF	MX43	RDMX	DUMMY	R ²	DW
a8	77.1-84.4	0,012 (1,36)	0,0076 (1,93)	0,52 (1,83)	-0,067 (1,56)	-	0,27	1,91
a9	77.1-84.4	0,0062 (0,88)	0,0051 (1,62)	0,53 (2,35)	-0,056 (1,64)	0,16 (4,16)	0,55	2,60
a10	80.1-84.4	0,0040 (0,24)	0,0083 (1,29)	0,40 (0,94)	-0,031 (0,39)	-	0,20	1,59
a11	80.1-84.4	-0,012 (1,01)	0,0047 (1,04)	0,42 (1,42)	0,023 (0,40)	0,19 (4,33)	0,64	2,27

Ann.: Numeriske t-værdier i parentes.

I forhold til ligning (a2) betyder medtagelsen af dummy'en selvsagt en markant forhøjelse af R^2 og en forbedring af signifikansen af udenrigshandelsvariablen. Til gengæld bliver estimatet for koefficienten til rentespændet væsentlig mindre og mere insignifikant; også størrelsen af parameterestimatet for formueændringsvariablen berøres, mens der ikke sker noget med koefficienten til udenrigshandelsvariablen.

Durbin-Watson-størrelsen i ligning (a3), hvor fjerde kvartal 1984 altså er pillet ud, antyder nogen negativ autokorrelation i residualerne. Der er også flere eksempler i den dækkede periode på, at uklarhed omkring kronekursudviklingen har givet anledning til afventen i den korte kapitalimport, som derefter er gået kraftigt i vejret, efter at uvisheden har fortaget sig igen. (Kvartalerne 1979.3-4 og 1983.1-2 er eksempler herpå, hvor en stor, negativ residual efterfølges af en stor, positiv.)

I forbindelse med det teoretiske oplæg til estimationen af de korte kapitalbevægelser bemærkedes det, at disse nok ikke på samme måde som de porteføljemæssige og "lange" kapitalbevægelser ville blive styret af stedfundne eller løbende valutakursforskydninger. I en enkelt estimation - ligning (a4) -, der er en udvidelse af (a2), er der tilføjet variabelen EDM-LAG, som er forrige periodes forskydning i DM-kronekursen. Man bemærker, at relationens samlede forklaringsgrad øges noget, og at koefficientfortegnet for den nye variabel er, som man kunne vente (en nedskrivning af kronen i forhold til DM fører til en mere tilbageholdende kapitalimport i den efterfølgende periode). Dog er koefficientestimatet ikke signifikant, og der vil ikke blive gjort yderligere forsøg på at inddrage stedfundne valutakursforskydninger i forklaringen af de korte kapitalbevægelser.

I alle estimationerne (a1)-(a4) i tabel 4.1 er som udlandsrente benyttet euro-DM-renten. Imidlertid kan selvsagt andre udlandsrenter komme på tale. Som alternativ tysk rente kunne den tyske udlånsrente til "prime borrowers" anvendes; der er dog kun meget små forskelle mellem estimationer med hhv. euro-DM-renten og den tyske udlånsrente.

En anden mulighed er at indføre euro-dollar-renten som repræsentiv udlandsrentesats. Gøres dette, kommer ligningerne (a5)-(a7) frem som alternativer til ligningerne (a1)-(a3). Også, når euro-dollar-renten anvendes, forekommer det rimeligt at slå udenrigshandelsvariablene M333 og X22 sammen, som det gøres i variablen MX43, og det har atter mening at indføre en dummy for kvartalet 1984.4.

Estimationsligningen (a6) er umiddelbart noget mere vellykket end ligning (a2). Forklaringsgraden er noget højere - R^2 på 0.30 - , ligesom koefficienten for rentespændet til euro-dollar-renten faktisk er signifikant. Omvendt er koefficientestimatene til udenrigshandels- og formuevariablene mindre signifikante end i ligning (a2), ligesom den første af disse er lidt mindre end i (a2). Føjes dummy'en for fjerde kvartal 1984 til, går dette lidt ud over størrelsesordenen og signifikansen af estimatet for koefficienten til rentespændet. Til gengæld bliver udenrigshandelsvariablenes koefficientestimat nu signifikant.

Der kan let føres argumentation for, at for visse dele af de valutalån og beholdninger af varekreditter, som ligger bag de korte kapitalbevægelser, vil dollarrenter være de relevante udlandsrenter, mens det for andre valutalån og varekreditter vil være europæiske rentesatser - herunder ikke mindst tyske renter eller renter, der varierer tæt sammen med disse. Som en grov approksimation hertil er der til brug for estimationsligningerne (a8)-(a9) dannet en sammenvæjet udlandsrente, hvortil euro-dollar-renten og euro-DM-renten begge er tildelt vægten 1/2. Estimationerne (a8) og (a9) er lidt at betragte som vejede gennemsnit af tidligere relationer (af (a2) og (a6), resp. (a3) og (a7)), men har berettigelse derved, at koefficienterne til rentespændet mellem ind- og udland er noget større end for de relationer, der alene tog udgangspunkt i een udlandsrente.

Til senere beregning af følsomheden i de korte kapitalbevægelser over for ændringer i finansielle og reale variable udvælges ligningen (a9).

Det er nyttigt at undersøge, hvorvidt de statistiske egenskaber for ligningerne (a8) og (a9) ændrer sig væsentligt ved

en afkortning af estimationsperioden. Til dette formål er de to ligninger også estimeret for perioden 1980.1-1984.4. Det fremgår af (a10) og (a11), at den korte estimationsperiode - som man i øvrigt generelt må forvente - betyder mindre signifikante koefficientestimer. Mens koefficienterne til rentespændsændringen er nogenlunde uforandrede i forhold til den lange estimationsperiode, sænkes koefficientestimatet for udenrigshandelsvariablen lidt, mens koefficientestimatet for formueændringsleddet bliver meget insignifikant.

Når i øvrigt den i afsnit 4.5 udledte proxy for devalueringsfrygt lægges ind i regressionerne af både de korte, de porteføljemæssige og de lange kapitalbevægelser, giver dette meget pauvre resultater. Der er antagelig for lidt variation i denne devalueringsfrygt-variabel.

b) Porteføljemæssige kapitalbevægelser

Grundudgaven af estimationsligningen for porteføljebevægelserne er¹⁰⁰⁾

$$\text{RKIP} = a_0 + a_1 \cdot \text{DIBOPLAG} + a_2 \cdot \text{RDWNY} + a_3 \cdot \text{EDMLAG}.$$

I denne ligning er RKIP nettokapitalimport i forbindelse med handel med værdipapirer, normeret med bruttonationalproduktet i løbende priser. DIBOPLAG er spændet mellem obligationsrenter i ind- og udland (en repræsentativ tysk obligationsrente er benyttet), korrigeret med differencen mellem (udtryk for) inflationsforventninger i ind- og udland, denne sidste som proxy for "normale" devalueringsforventninger. RDWNY er ændringen i den private, ikke-finansielle sektors nettoformue, taget i forhold til bruttonationalproduktet, og endelig er EDMLAG den foregående periodes nedskrivning af den danske krone relativt til DM. (Der henvises atter til variabelforklaringen i Appendix 1).

100. I det teoretiske oplæg i afsnit 4.4 fremkom et led for den procentvise ændring i BNP; dette led er dog droppet i det følgende.

Estimationsperioden er her valgt lidt kortere end for de øvrige kapitalbevægelses kategorier for at kunne udelukke 1. kvartal i 1979 med det - umiddelbart svært begrundelige - voldsomme salg af obligationer til udlandet, som førte til forbud mod salg af statsobligationer til valutaudlændinge i marts 1979. Den anvendte estimationsperiode er således valgt som 1979.2-1984.4, og resultatet af estimation af grundudgaven er ligning (b1) i tabel 4.2.

Man bemærker, at formueændringsudtrykkets koefficient-estimat får galt fortegn - nok et resultat af, at de porteføljemæssige kapitalbevægelser især foregår på initiativ fra udlandet og dermed ikke har meget at gøre med svingninger i den indenlandske private sektors formue. Droppes derfor RDWN i ligningen, bliver resultatet ligning (b2) i tabel 4.2.

Der kan kun noteres lav forklaringsgrad af denne relation, og der er en del store residualer. Rentespændsændringen kommer ud med meget insignifikant (og meget lille) koefficient-estimat, mens omvendt valutakursforskydningsleddets koefficient er signifikant og har det ventede fortegn.

Ifølge ligning (b2) virker en forskydning i DM-kronkursen ind på kapitalbevægelserne med et kvartals forsinkelse. Man kan imidlertid spørge, om ikke reaktionen er noget hurtigere end som så. Svaret kan fås af den følgende relation (b3), i hvilken forrige kvartals kursforskydning er udskiftet med samme kvartals, RDEDM. Denne estimation er faktisk bedre end (b2); RDEDM får mere signifikant koefficient-estimat end EDMLAG, R^2 er noget større, og koefficienten til rentespændsændringen bliver mindre insignifikant, ligesom dens størrelsesorden øges betragteligt.

Vi kan se lidt nærmere på residualmønsteret i estimationen (b3). Der er to store positive residualer i kvartalerne 1983.2 og 1984.4, mens en stor, negativ residual forefindes i 1983.1. Herudover er der væsentligere afvigelser i enkelte andre kvartaler. Hvis der indføres en fælles dummy (med værdierne +1, +1 og -1, henholdsvis) for de tre kvartaler, fremkommer estimationsligningen (b4).

I forhold til ligning (b3) bliver også rentespændsændringen

Bilagstabel 4.2 Estimationsresultater, porteføljemæssige kapitalbevægelser.

Nr.	Estim.per.	Konst.	DIBOPDIF	DIBOEDIF	RDEDM	EDMLAG	RDWNY	DUMP	R ²	DW
b1	79.2-84.4	0,0051 (1,83)	0,00029 (0,23)	-	-	-0,32 (2,25)	0,042 (1,10)	-	0,26	1,48
b2	79.2-84.4	0,0062 (2,42)	0,00015 (0,12)	-	-	-0,33 (2,31)	-	-	0,22	1,73
b3	79.2-84.4	0,0071 (3,13)	0,0010 (0,94)	-	-0,41 (3,33)	-	-	-	0,36	2,04
b4	79.2-84.4	0,0057 (3,50)	0,0018 (2,18)	-	-0,34 (3,86)	-	-	0,017 (4,63)	0,70	2,02
b5	79.2-84.4	0,0065 (2,87)	-	0,0012 (0,99)	-0,38 (3,05)	-	-	-	0,36	2,07
b6	79.2-84.4	0,0047 (2,83)	-	0,0016 (1,96)	-0,29 (3,16)	-	-	0,016 (4,43)	0,69	2,15

Bilagstabel 4.2 (forts.) Estimationsresultater, porteføljemæssige kapitalbevægelser.

Nr.	Estim.per.	Konst.	DIBOPDIF	DIBOEDIF	RDEDM	PRDEDM	PDIFJ	DUMP	R ²	DW
b7	79.2-84.4	0,0073 (3,11)	0,0016 (1,35)	-	-	-0,42 (3,25)	-	-	0,35	2,12
b8	79.2-84.4	0,0059 (3,56)	0,0022 (2,71)	-	-	-0,35 (3,89)	-	0,017 (4,73)	0,70	2,07
b9	79.2-84.4	0,019 (2,99)	0,00088 (0,75)	-	-	-0,35 (2,77)	-1,01 (1,95)	-	0,46	2,26

signifikant, ligesom koefficientestimatets størrelsesorden forøges. Valutakursforskydningens koefficient falder derimod lidt. Med hensyn til de statistiske egenskaber må relation (b4) betegnes som tilfredsstillende; det synes ergo at være en god ide at (delvis) pille de tre kvartaler 1983.1-2 og 1984.4 ud af materialet. Forklaringen på de store residualer i 1983.1-2 er nærliggende: Uro omkring kronkursen op til EMS-justeringen sidst i marts 1983 har givet affødt en afventende holdning hos udenlandske investorer mht. placering i danske værdipapirer. Efter EMS-justeringen (hvor Dkr. som bekendt nærmest blev opskrevet) vendtes denne afventende holdning til sin modsætning, hvilket bevirkede særlig stor kapitalimport på værdipapirfeltet.

Hvad fjerde kvartal 1984 angår, er dette et problem i estimationen af alle de tre analyserede underkomponenter af kapitalbevægelserne. En forklaring på den særligt store kapitalimport over et bredt felt i dette kvartal må vel tage udgangspunkt i en markant forøgelse af tilliden til en fast kronkurs, dvs. en væsentlig formindskelse af forventningerne til en devaluering af den danske krone inden for EMS-samarbejdet.

I de hidtidige estimationer er der mht. afbildning af valutakursforventninger taget udgangspunkt i forventet inflationsforskel mellem ind- og udland (her repræsenteret ved adaptiv forventningsdannelse). Alternativt kan valutakursforventningerne afbildes som et gennemsnit af de seneste otte kvartalers foskydning mellem mark og krone. Den nye rentespændsændringsvariabel, der svarer til denne afbildning af valutakursforventningerne, hedder DIBOEDIF og er benyttet til estimationsligningerne (b5) og (b6), svarende til hhv. (b3) og (b4). Det ses, at forskellene mellem de to par af estimationer er ret minimal, og til de følgende estimationer holdes der fast ved variabelen DIBOPDIF.

Der kan, som udførligt argumenteret for i afsnit 4.7 ovenfor, være flere forskellige måder at inddrage valutakursforskydninger på i nærværende estimationer. Som et alternativ til inddragelse af hele den løbende kursforskydning af kronen over for DM - variabelen RDEDM ovenfor - kan alene den uventede del heraf medtages. Denne opgøres som RDEDM

fratrukket sidste kvartals inflationsforskels-baserede forventning til indeværende kvartals valutakursforskydning. Ligning (b7) med variabelen PRDEDM er resultatet af at foretage denne korrektion for den i forvejen forventede del af kvartalernes forskydninger i DM-krone-kursen. Man kan bemærke, at denne estimation er fuldt så god som estimationsligningen (b3) - R^2 er ganske vist en kende lavere, men koefficienten til rentespændsændringen er større og mere signifikant i ligning (b7).

Udvides estimationsligningen (b7) med dummy'en dækkende kvartalerne 1983.1-1983.2 og 1984.4, fremkommer relationen (b8). Indførelse af dummy'en påvirker koefficient-skønnene noget; det er således i (b8), at det største og mest signifikante estimat for koefficienten til rentespændsændringen forekommer. Alt i alt er ligning (b8) dog ikke synderligt forskellig fra ligning (b4).

Den tredje mulighed for medtagelse af valutakursforskydninger, som nævntes i afsnit 4.7, indebærer, at der ud over den uventede netop stedfundne kursforskydning også medtages den forventede fremtidige - hvilken forventning fortsat kan tænkes dannet ud fra forventede inflationsforskelle i fremtiden. Variablen PDIFJ i ligning (b9) repræsenterer den forventede fremtidige kursforskydning mellem DM og kroner. PDIFJ opnår en næsten signifikant koefficient af en - i forhold til koefficienten til PRDEDM - rimelig størrelsesorden, således at denne tredje hypotese ikke kan siges at være mindre velbegrunder end de to første. Til gengæld forringes signifikansen af rentespændsændringsleddets koefficientestimat, ligesom dets størrelse falder i forhold til de tidligere estimationer.

Til senere beregning af følsomheden i de porteføljemæssige kapitalbevægelser over for ændringer i rentespændet til udlandet og i valutakursen (DM-krone-kursen) udvælges ligning (b8) som den endelige.

c) Lange kapitalbevægelser

Grundformen for estimationsligningen for de lange udlands-lån er

$$\begin{aligned} \text{RK23} = & a_0 + a_1 \cdot \text{DIBOPDIF} + a_2 \cdot \text{DKK} \\ & + a_3 \cdot \text{EDMLAG} + a_4 \cdot \text{RDWN} \end{aligned}$$

Summen af finanslån og øvrige forretningsmæssige kreditter, målt relativt til BFI i byerhverv, fremstilles som en funktion af rentespændet over for udlandet, de relative erhvervs-mæssige nettoinvesteringer, den foregående periodes valutakursjustering samt ændringen i den private, ikke-finansielle sektors formue relativt til BFI i byerhverv. DIBOPDIF og EDMLAG er defineret ganske som i ligningerne for porteføljebevægelserne, DKK er erhvervs-mæssige nettoinvesteringer i maskiner og bygninger i forhold til BFI i byerhverv, og RDWN er ændringen i den private, ikke-finansielle sektors formue sat i forhold til BFI i byerhverv. (For en fylldig variabelgennemgang henvises fortsat til Appendix 1).

Af hensyn til noget "uregelmæssig" variation i den afhængige variabel i 1977 (måske sammenhængende med kronedevalueringer i dette år) er det besluttet at korte estimationsperioden af til 1978.1-1984.4. Dette giver i første omgang estimationsligningen (c1) i tabel 4.3.

Der er ikke tale om nogen dårlig estimation - R^2 er på 0.47, koefficienterne til kursforskydnings- og formuevariablene er begge signifikante, og koefficienten til investeringsvariablen næsten signifikant. Man vil dog bemærke, at koefficientestimatet til rentespændsændringen er meget lille og meget insignifikant.

Også, hvad angår finanslånene og andre ikke-kommercielle kreditter, som jo er beholdningerne bag de lange kapitalbevægelser, kan man stille spørgsmålet, hvor stor forsinkelsen er mellem valutakursforskydning og reaktion i kapitalbevægelserne. Relation (c2) antyder, at der statistisk set er mindst lige så meget hold i hypotesen om, at tilpasningen er næsten øjeblikkelig.

Bilagstabel 4.3 Estimationsresultater, lange kapitalbevægelser.

Nr.	Estim.-per.	Konst.	DIBOPDIF	DKK	EDMLAG	RDEDM	PRDEDMLAG	PRDEDM	RDWN	R ²	DW
c1	78.1-84.4	0,0082 (0,92)	0,00030 (0,18)	0,21 (1,78)	-0,465 (2,46)	-	-	-	-0,077 (2,74)	0,47	1,76
c2	78.1-84.4	0,0087 (0,99)	0,00044 (0,28)	0,19 (1,71)	-	-0,51 (2,68)	-	-	-0,075 (2,73)	0,49	1,69
c3	78.1-84.4	0,0081 (0,90)	0,00011 (0,07)	0,21 (1,78)	-	-	-0,47 (2,35)	-	-0,072 (2,54)	0,46	1,80
c4	78.1-84.4	0,0085 (0,98)	0,0013 (0,80)	0,21 (1,81)	-	-	-	-0,55 (2,80)	-0,072 (2,64)	0,50	1,74
c5	80.1-84.4	0,0084 (0,92)	0,0030 (1,44)	0,25 (1,79)	-	-	-	-0,77 (3,75)	-0,080 (2,54)	0,66	2,06

Stadig vedrørende reaktionen i de lange udlandslån over for ændringer i valutakursen kan man som i gennemgangen af estimationerne af de porteføljemæssige kapitalbevægelser undersøge, hvorvidt det er hele valutakursforskydningen i et kvartal (samme eller foregående kvartal), der afstedkommer kapitalbevægelser, eller det kun er den uventede del heraf. Relationerne (c3) og (c4) skulle kunne give svar herpå, idet disse nemlig som forklarende variable inddrager alene den uventede valutakursforskydning i forrige, resp. samme kvartal.

Som det fremgår af (c3) sammenlignet med (c1), er brugen af forrige kvartals uventede valutakursjustering frem for hele justeringen et tilbageskridt. Derimod viser (c4), at den bedste estimation fremkommer, såfremt den valutakursforskydning, der inddrages, består i den uventede del af forskydningen i samme periode, repræsenteret ved variabelen PRDEDM. Denne indebærer noget større og mindre insignifikant koefficientestimat til rentespændsvariabelen DIBOP-DIF end de tre foregående estimationer, ligesom den i andre henseender mindst er på højde med relationen (c2).

Det besluttet derfor at lade (c4) være den endelige ligning for de lange kapitalbevægelser til brug for følsomhedsanalysen i næste afsnit. Sidste estimation, (c5), er (c4) i en lidt kortere estimationsperiode, 1980.1-1984.4. Sammenlignet med (c4) har (c5) noget bedre statistiske egenskaber, og især koefficienten til rentespændsændringen bliver mere signifikant og over dobbelt så stor som i (c4). De øvrige koefficientestimater ændres også noget.

Estimationsperioden 1978.1-1984.4 har i flere omgange været kendetegnet af begrænsninger pålagt de indenlandske pengeinstitutters långivning. Da dette kan have afstedkommet, at indenlandske virksomheder forøgede deres låntagning i udlandet, har det været forsøgt at opfange en sådan effekt i estimationerne af de lange kapitalbevægelser. Såvel ændringen i udnyttelsesgraden for pengeinstitutternes lånetilsagn som en variabel for bankernes samlede långivning har været lagt ind i regressionerne, men resultatet var statistisk set meget magert.

4.10. Følsomheden i kapitalbevægelserne over for ændringer i finansielle og realøkonomiske forhold

I dette afsnit redegøres for, hvad resultaterne af estimationen af de korte, de porteføljemæssige og de lange kapitalbevægelser implicerer for de finansielle strømmes følsomhed over for renteændringer, valutakursforskydninger, udenrigshandelsomsving, investeringsudvikling og formueforskydninger indenlands.

Til følsomhedsberegningen tages der som anført i sidste afsnit udgangspunkt i estimationsligningerne (a9), (b8) og (c4). Disse tre ligninger er gentaget i tabel 4.4. Beregningen bygger endvidere på størrelsesordener i fjerde kvartal 1984, og resultatet af følsomhedsberegningen er sammenfattet i tabel 4.5.

a) Korte kapitalbevægelser

Af estimationsligningen (a9) kan beregnes, at en forøgelse af den indenlandske rente med 1 procentpoint vil afstedkomme en stigning i den kortsigtede nettokapitalimport på ca. 0.23 mia. kr. Endvidere vil en varig stigning i eksporten på 1 mia.kr. sænke nettokapitalimporten med 0.20 mia.kr. i samme og efterfølgende kvartal, mens en varig stigning i importen andragende 1 mia.kr. vil løfte den kortsigtede kapitalimport med 0.17 mia.kr. i samme og de to efterfølgende kvartaler. En stigning i den indenlandske private, ikke-finansielle sektors formue på 1 mia.kr. leder til et fald i nettokapitalimporten i den korte ende på 0.06 mia.kr.

b) Porteføljemæssige kapitalbevægelser

Med baggrund i regressionsligningen (b8) kan det udledes, at en stigning i den relevante indenlandske rente på 1 procentpoint vil føre til en midlertidig forhøjelse af nettosalget af værdipapirer til omverdenen på 0.32 mia.kr. Endvidere betyder en nylig, uventet stigning i DM-kr-kursen en sænkning af nettokapitalimporten på 0.51 mia.kr.

Bilagstabel 4.4 Sammendrag af de vigtigste regressions

a) Korte kapitalbevægelser (relation a9 i tabel 1)

$$RKIF = .0062 + .0051 \text{ DIPUDDIF} + .53 \text{ MX43} - .056 \text{ RDWMX} + .16 \text{ DUMMY}$$

RKIF : korte registrerede og ikke-registrerede kapitalbevægelser relativt til gns. af im- og eksport.

DIPUDDIF : kort dansk-tysk og amerikansk rentespænd, korri-
geret for kursændringsforventninger ($\frac{1}{2}$ vægt til
hver).

MX43 : sammenvejet lagfordelt im- og eksportændring.

RDWMX : indenlandsk formueændring relativt til gns. af
im- og eksport.

DUMMY : dummy i 1984.4.

b) Porteføljemæssige kapitalbevægelser (relation b8 i tabel 2)

$$RKIP = .0059 + .0022 \text{ DIBOPDIF} - .350 \text{ PRDEDM} + .017 \text{ DUMP}$$

RKIP : porteføljemæssige kap.bev. relativt til BNP.

DIBOPDIF : langt dansk-tysk rentespænd, korri-
geret for kursændringsforventninger.

PRDEDM : samme periodes uventede forskydning i DM-kursen.

DUMP : dummy (+1 i 1983.2 og 1984.4, -1 i 1983.1)

c) Lange kapitalbevægelser (relation c4 i tabel 3)

$$RK23 = .0085 + .0013 \text{ DIBOPDIF} + .206 \text{ DKK} - .545 \text{ PRDEDM} - .072 \text{ RDWN}$$

RK23 : forretningsmæssige, ikke-kommercielle lån og
kreditter, normeret med BFI i byerhverv.

DIBOPDIF : som under b).

DKK : erhvervsmæssige nettoinvesteringer relativt til
BFI i byerhverv.

PRDEDM : som under b).

RDWN : ændring i indenlandsk formue, normeret med BFIB

Bilagstabel 4.5 Følsomheden i kapitalbevægelserne over for ændringer i forklarende variable.

a) Korte kapitalbevægelser.

- dansk rente op 1 pct.point:	+0,23 mia.kr.
- eksport op 1 mia.kr.:(samme og næste kvartal)	-0,20 -
- import op 1 mia.kr.:(samme og 2 næste kvart.)	+0,17 -
- formue op 1 mia.kr.:	-0,06 -

b) Porteføljemæssige kapitalbevægelser.

- dansk rente op 1 pct.point:	+0,32 mia.kr.
- nylig, uventet nedskrivning af kr. på 1 pct.:	-0,51 -

c) Lange kapitalbevægelser.

- dansk rente op 1 pct.point:	+0,10 mia.kr.
- erhvervsmæssige nettoinvest. op 1 mia. kr.:	+0,21 -
- nylig uventet nedskrivning af kr. på 1 pct.:	-0,42 -
- formue op 1 mia.kr.:	-0,07 -

Anm.: Ovenstående følsomhedsberegninger tager udgangspunkt i fjerde kvartal 1984 samt i de mest tilfredsstillende regressionsligninger for de tre grupper af kapitalbevægelser, jfr. tabel 4.4.

c) Lange kapitalbevægelser

På basis af regressionsligningen (c4) kan det beregnes, at en opgang i den indenlandske rente på 1 procentpoint vil hæve kapitalimporten i den lange ende med 0.10 mia.kr. En stigning i erhvervsmæssige investeringer på 1 mia.kr. vil give anledning til en mer-kapitalimport på godt 0.21 mia.kr., mens en netop stedfunden og uventet nedskrivning af kronen på 1 pct. over for DM sænker kapitalimporten med 0.42 mia.kr. Endelig medfører et fald i den indenlandske private formue en vækst i kapitalimporten på 0.07 mia.kr.

Den samlede private, ikke finansielle sektors nettokapitalimport indeholder ud over kapitalbevægelserne inden for grupperne a)-c) direkte investeringer, forskydninger i danske virksomheders konti i udenlandske pengeinstitutter samt posterne "andre betalinger" og "fejl og udeladelser". Bortses der således fra evt. reaktion i disse øvrige og ikke-analyserede kapitalbevægelser, kan der af ovenstående sluttes følgende om den samlede kapitalimports følsomhed over for ændringer i finansielle eller realøkonomiske forhold:

En generel forhøjelse af det danske renteniveau på 1 procentpoint vil afstedkomme en stigning i nettokapitalimporten på knap 0.7 mia.kr., mens et fald i den indenlandske private sektors finansielle nettoformue udløser en vækst i kapitalimporten på godt 0.13 mia.kr. Endelig vil en nylig og uventet opgang i DM-kronkursen på 1 pct. bevirke et fald i nettokapitalimporten på lige knap 1 mia.kr. Det kan her noteres, at dette tal svarer nøje til 1 pct. af den private sektors nettogæld til udlandet,¹⁰¹⁾ således at den målte reaktion stort set vil fastholde forholdet mellem udlandsgæld og samlet formue i den indenlandske private sektor, hvilket er et ganske tilfredsstillende resultat.

Med hensyn til den samlede nettokapitalimports følsomhed over for udenrigshandelsbevægelser og investeringsudviklingen kan dette aflæses ovenover, idet jo disse to forklaringsfaktorer alene indgår i een af grupperne a)-c).

101. Ifølge Danmarks Nationale Årsberetning for 1984, Tabel 4.11, udgjorde den private sektors udlandsgæld 99.5 mia.kr. ultimo 1984.

Endelig kan der af estimationsligningerne (a9), (b8) og (c4) sluttes noget omkring, hvad den samlede nettokapitalimport inden for kategorierne a)-c) ville andrage f.eks. i slutningen af 1985, hvis både renteniveauer, inflationsforskelle, valutakurs, formue, udenrigshandel og investeringer lå stabilt gennem hele 1985 på niveauet for fjerde kvartal 1984. Hvis de forhold, der gav anledning til særlig stor kapitalimport i 1984.4, er helt midlertidige (dvs. det ikke har mening at føre værdierne for koefficienterne til dummyerne DUMP og DUMMY videre i 1985), skulle nettokapitalimporten i 1985.4 da ifølge de estimerede konstantled i de tre regressioner andrage ca. 2 mia.kr. Hvis omvendt der fandt et varigt niveauløft af kapitalimporten i grupperne a)-c) sted i 1984 (så dummy-koefficienterne bør adderes til konstantledsestimaterne), vil nettokapitalimporten i 1985.4 i stedet beløbe sig til omkring 11 mia.kr.

4.11. Nogle estimationer af den samlede nettokapitalimport

Der er tillige gennemført nogle estimationer af dels den samlede private kapitalimport, dels summen af de ovenfor analyserede underkomponenter, dvs. a) + b) + c).

Her skal først kort omtales et par estimationer af den samlede nettokapitalimport til den indenlandske private, ikke-finansielle sektor, normeret med bruttonationalproduktet (jfr. estimationerne (e1) og (e2) i tabel 4.6).

Benyttes som udlandsrente euro-DM-renten, kommer estimationen (e1) frem. Estimationen ser måske ikke så slem ud ved første øjekast - både koefficienterne til de relative nettoinvesteringer DKKNY (her relativt til BNP) og den laggede ændring af kronen over for DM, EDMLAG, er pænt signifikante og alle fortegn for koefficientestimer korrekte. Koefficienten til udenrigshandelsvariablen MX43 er næsten signifikant.

Imidlertid virker koefficienternes størrelsesorden ikke alle lige rimelige: En indenlandsk rentestigning giver en forhøjelse af nettokapitalimporten på blot 0.20 mia.kr., og et for-

Bilagstabel 4.6 Estimationsresultater, samlede kapitalbevægelser.

Nr.	Regl.	Estim.per.	Konst.	DIPDIF	DIPUDDIF	DKKNY	MX43	EDMLAG	RDWNY	DUMMY	R ²	DW
d1	RKABC	77.1-84.4	-0,022 (1,73)	0,0020 (0,86)	-	1,30 (4,05)	0,18 (1,38)	-0,90 (2,93)	-	-	0,44	1,69
d2	RKABC	77.1-84.4	-0,022 (2,24)	0,00034 (0,18)	-	1,14 (4,40)	0,17 (1,66)	-0,55 (2,13)	-	0,08 (4,12)	0,66	2,21
d3	RKABC	77.1-84.4	-0,023 (2,17)	-	0,0015 (0,97)	0,95 (3,69)	0,14 (1,26)	-	-	0,09 (4,60)	0,61	1,64
d4	RKABC	80.1-84.4	-0,013 (0,93)	-	-0,0003 (0,14)	0,54 (1,21)	0,20 (1,56)	-	-	0,10 (4,86)	0,69	1,57
e1	RSAMLE	77.1-84.4	-0,019 (1,31)	0,0014 (0,59)	-	1,24 (3,50)	0,26 (1,88)	-1,08 (3,49)	-0,13 (1,43)	-	0,52	2,74
e2	RSAMLE	77.1-84.4	-0,023 (1,39)	-	0,0023 (1,07)	0,98 (2,43)	0,17 (1,09)	-	-0,082 (0,80)	-	0,32	1,97

muefald på 1 mia.kr. hæver kapitalimporten med 0.13 mia.kr. En varig eksportstigning på 1 mia.kr. fører til en nedgang i kapitalimporten i samme og følgende kvartal på 0.28 mia.kr. hver, mens en varig importstigning af samme størrelsesorden løfter kapitalimporten med 0.24 mia.kr. i samme og to efterfølgende kvartaler. Endelig bringer en 1 pct.-points valutakursjustering i det foregående kvartal et fald i kapitalimporten på 1.5 mia.kr. med sig,¹⁰²⁾ mens en investeringsøgning på 1 mia. leder til en ekstra kapitalimport på 1.24 mia.kr.

Der er således bortset fra for rentespændets og formueforskydningens vedkommende tale om noget højere - og for investeringernes vedkommende decideret urealistisk - følsomhed i kapitalimporten efter regression (e1) end svarende til summen af følsomhederne i tabel 4.5 ovenfor.

Hvis i stedet den af euro-DM- og euro-dollar-renterne sammenvejede udlandsrente benyttes, fås regression (e2) i tabel 4.6. Der er nu tale om en lidt større - men stadig insignifikant - koefficient til det kursforventningskorrigerede rentespænd (0.34 mia.kr. ved en indenlandsk renteforhøjelse på 1 procentpoint) og en lidt mindre, men fortsat urealistisk følsomhed over for en investeringsstigning.

Herefter betragtes summen af de hidtil udskilte underkomponenter af den samlede nettokapitalimport, a) + b) + c). I tabel 4.6 er således tillige anført fire regressioner af denne sum normeret med bruttonationalproduktet. Estimation (d1) medtager som forklarende variable kursforventningskorrigeret rentespænd til euro-DM, relative nettoinvesteringer, udenrigshandelsændringsvariablen og den stedfundne kursjustering. Formueændringsvariablen er udeladt pga. særlig insignifikans. Kun kursforskydnings- og investeringsvariables koefficientestimer er signifikante, og den sidste desværre fortsat urealistisk stor: 1 mia.kr.'s tillæg i investeringerne skulle afstedkomme 1.3 mia.kr. ekstra kapitalimport under grupperne a) til c). I øvrigt vil ifølge estimationen et 1 pro-

102. I modsætning til den disaggregerede analyse af kapitalimporten ovenfor viser det sig, at alle de tre estimationer i tabel 4.6, der indbefatter variabelen EDMLAG, forringes, såfremt denne erstattes med den nylige, uventede kursforskydning, PRDEDM.

centpoint's indenlandsk rentefald hæve kapitalimporten med 0.29 mia.kr., og en nylig 1 pct.'s nedgang i DM-kr.-kursen sænke kapitalimporten med 1.3 mia.kr. En varig eksportstigning på 1 mia.kr. vil reducere kapitalimporten med 0.19 mia.kr. i to kvartaler, mens en varig importstigning på 1 mia.kr. vil forhøje kapitalimporten med 0.16 mia.kr. i tre kvartaler.

Langt den største residual i denne estimation fremkommer i 4. kvartal 1984. Indsættes her en dummy, bliver resultatet estimation (d2) i tabel 4.6. Dette gør rentespændsfølsomheden i kapitalimporten stærkt insignifikant og helt minimal og påvirker koefficienten til kursjusteringsvariablen noget, men lader de øvrige estimater stort set uforandrede.

Inkluderes også euro-dollar-renten (med halv vægt i rentespændet over for udlandet), kommer estimationsligningen (d3) i tabel 4.6 frem som en af de bedste. Koefficientestimatet for investeringsvariablen er fortsat meget stort, og både rentespænds- og udenrigshandelsvariable har ikke-signifikante koefficientestimater.

At estimationsligningerne for summen af kapitalbevægelserne under a) til c) ikke er videre stabile over tiden, illustreres af ligning (d4) i tabel 4.6, der egentlig er ligning (d3) i en kortere estimationsperiode. I forhold til (d3) er koefficientestimatene ændret væsentligt, og det bemærkes specielt, at koefficienten til rentespændsleddet er helt insignifikant og har forkeret fortegn.

Som helhed må de estimationsresultater, der er opnået ved at behandle hele nettokapitalimporten under eet eller ved at se på summen af underkomponenterne korte kapitalbevægelser, værdipapirhandel og lange udlandslån under eet, således betegnes som utilfredsstillende, i betragtning af den manglende signifikans og urealistiske størrelsesorden af mange af koefficientestimatene. Trods de statistisk set ikke ligefrem strålende resultater af at behandle underkomponenterne a) - c) for sig, synes der dog i specielt koefficientestimaternes størrelsesorden at have vist sig en vis berettigelse af det disaggregerede approach til modellering af kapitalbevægelserne.

4.12. Afsluttende bemærkninger

Nærværende bilag har omhandlet et forsøg på at kortlægge de faktorer, der har været bestemmende for de vigtigste dele af den danske private, ikke-finansielle sektors nettoimport af kapital fra udlandet i de seneste 6-8 år. Der er ovenfor opstillet nogle teoretiske udtryk for sammenhængene mellem tre hovedkomponenter i den private nettokapitalimport og de respektive forklaringsfaktorer, og disse sammenhænge har derefter været underlagt økonometrisk estimation. Endvidere er der foretaget nogle enkelte estimationer af den samlede nettokapitalimport.

Hovedindtrykket fra estimationsarbejdet er, at mens de fundne udtryk for sammenhængen mellem de enkelte hovedgrupper af kapitalimport og realøkonomiske forklaringsfaktorer ser rimelige ud, har det været anderledes vanskeligt at afdække en tilfredsstillende sammenhæng mellem kapitalimportkategorierne og finansielle forhold, først og fremmest rentebevægelser og ændringer i valutakursændringsforventninger, i den behandlede historiske periode. Den følsomhed, der i estimationerne har vist sig i kapitalimportkategorierne over for ændringer i kursforventningskorrigeret rentespænd, har som oftest været insignifikant og utroværdigt lav.

Årsagerne til problemerne med at opfange en sammenhæng mellem kapitalbevægelser og forskelle i forventede afkast eller forventede lånevilkår i ind- og udland er flere: Dels er valutakursændringsforventninger i sagens natur ikke målelige og observerbare og således næsten umulige at anslå til brug for økonometriske analyser, dels er en vigtig baggrund for handel med værdipapirer over landegrænser forventninger til bevægelser i obligations- og aktiekurser, hvilke forventninger er helt umulige at inkludere i ovenstående analyse. Desuden må man regne med, at empirisk analyse af de danske kapitalbevægelser i de senere år vil være generet af substantielle ændringer i de institutionelle forhold omkring fordringsudveksling med udlandet, især ændringerne i valutabestemmelserne i 1983 og 1984 og de-facto-ændringen i det valutapolitiske regime efter 1982.

Afslutningsvis nogle bemærkninger om kapitalbevægelsernes følsomhed fremover over for ændringer i realøkonomiske og finansielle forhold. Hvad angår ændringer i realøkonomiske faktorer - udenrigshandel, investeringer og formue - skulle det være muligt at hente støtte fra estimationsresultaterne i afsnit 4.9 og 4.10 ovenfor i vurderingen af disse ændringers betydning for den private sektors nettokapitalimport. Samme konklusion gælder uventede ændringer i valutakursrelationerne til udlandet. Omvendt må kapitalbevægelsernes rentefølsomhed påregnes nu og i fremtiden så langt at overstige den rentefølsomhed, der kunne udledes i afsnit 4.10 foran.

Appendix 1: Fortegnelse over anvendte afhængige og uafhængige variable

DIBOEDIF	Ændring i valutakursforventningskorri- geret langt rentespænd, der er anvendt renten på lange tyske statsobligationer (IBODM), kilde: World Financial Markets samt den gennemsnitlige danske obligat- tionsrente. Som valutakursforventnings- udtryk er anvendt gennemsnittet af de forudgående kvartalers faktiske ned- skrivning af kronen over for DM. IBOEDIF = (IBO-IBODM)-EG; EG = gnsn. af 8 kvartalers nedskrivningsrate for kr. DIBOEDIF = IBOEDIF-IBOEDIF(-1).	M333	Gennemsnittet af den relative stigning i vareimporten (L12) i de sidste tre perioder. M333 = (RDM+RDM(-1)+RDM(-2))/3; RDM = (L12-L12(-1))/L12(-1).
DIBOPDIF	Som DIBOEDIF bortset fra, at valutakurs- forventningerne antages dannet ud fra forventninger til inflationsforskel ml. Danmark og Tyskland. IBOPDIF = (IBO-IBODM)-PDIFJ.	MX43	M333 og X22 vejlet sammen i forholdet 4:3 MX43 = M333-(3/4)*X22.
DIURPDIF	Ændring i kort rentespænd til euro-dol- larrenten, korrigeret for forventet inflationsforskel mellem Danmark og U.S.A. som mål for kursændringsforvent- ning mellem krone og dollar. De benyt- tede rentesatser er bankernes udlåns- rente (ILO) og 3-måneders euro-dollar- renten (IEUR). IEURPDIF = (ILO-IEUR)-PDIFJA.	PDIFJ	Jævnt udtryk for inflationsforskellen mellem Danmark og Tyskland (mlt vna- forbrugerprisindeks). Brugede udvikling repræsenterer den forventede udvikling i kursen mellem DM og krone. Der er i kendetegnede eksponentielle antagelse vejlet til at sammenveje 4 kvartalers faktiske inflationsforskel.
DIPDIF	Ændring i valutakursforventningskorri- geret kort rentespænd. Konstrueret genet som DIURPDIF dog via 3-må- neders euro-DM-deposit rate (DM): kilde: World Financial Markets) og PDIFJ.	PDIFJA	Som PDIFJ, men gældende inflationsfor- ventningsforskellen mellem U.S.A. og Danmark.
DIPUDLDF	En sammenvejning af DIPDIF og DIURPDIF. I det disse begge indgår med vægten 0.5.	PRDEDM	Uventet stigning i denne periodens DM- krone-kurs. PDIFJ(-1) danner grund- lag for kursændringsforventningerne. PRDEDM lagget en periode.
DKK	De faste, erhvervsrettede nettoinvs- steringer (IPBMN) kilde: Nationalbankens nationalregnskab på kvartalsbasis, normeret med BFI i bytthverv, som mål for relativ ændring i kapitalapparatets størrelse. DKK = IPBMN/BFIB.	PRDEDMLAG	Relativ ændring i DM-krone-kursen. RDEDM = (EDM-EDM(-1))/EDM(-1).
DKKNY	Som DKK, dog er BNP benyttet som nor- mering.	RDEDM	Ændring i den private, ikke-finansiel- le sektors netto-aktiver (PWEFX i den finansielle databank), normeret med et udtryk for udenrigshandlens om- fang (MX1). RDWAK = (PWEFX-PWEFX(-1))/MX1. MX1 = (L11(-1)+L12(-1))/2, hvor L11 og L12 er vareeksport, resp. -import.
DUNNY	Dummy i fjerde kvartal 1984.	RDWAK	Som RDWAK, men med BFIB som normerings- faktor i stedet.
DUMP	Dummy (-1 i 1983.2 og 1984.4, -1 i 1983.1).	RDWAKC	Summen af de tre behandlede kategorier af kapitalimport normeret med BNP.
EDMLAG	Den en periode laggede relative ændring i DM-krone-kursen (EDM). EDMLAG = RDEDM(-1).	RKIF	Den kortfristede nettokapitalimport (ekspartifinansieringsfondens udlån til udlånede, er dog trukket ud), nor- meret med MX1.
		RKIP	Nettokapitalimport afledt af passive kapitalanbringelser, normeret med BNP.
		RK2J	Nettokapitalimport i form af lange lån i finanslån og øvrige forretningsmæ- slige kreditter, normeret med BFI i bytthverv.
		RSMLE	Den private sektors samlede nettoka- pitalimport (fratrækket eksportfin- ansieringsfondens udlån), normeret med BNP.
		X22	Gennemsnittet af den relative ændring i vareeksporten i indeverende og for- rige kvartal. X22 = (RDX+RDX(-1))/2; RDX = (L11-L11(-1))/L11(-1).

Bilag 5

Det anvendte modelgrundlag

Som anført i kapitel VI i rapportens del I er modelgrundlaget for de i kapitlet indeholdte beregninger udvidet i forhold til det beregningsgrundlag, som har været anvendt i forbindelse med tidligere rapporter fra formandskabet. Disse udvidelser tager især sigte på at belyse samspillet mellem forskellige sektorer og aktiver på de finansielle markeder. I forbindelse med denne beskrivelse af økonomiens finansielle sammenhænge er der sket visse ændringer i den måde, på hvilken rentesatser og -strømme spiller ind på de reale markeder.

I dette bilag belyses først, hvorledes de reale markeder påvirkes af forhold på de finansielle markeder. Beskrivelsen vil her være koncentreret omkring den konkrete antagne adfærd hos producenter, forbrugere m.v. En mere dybtgående diskussion af alternative antagelser og kvantificeringer vil afvente publikationen af et mere omfattende materiale om det samlede beregningsgrundlag. Omtalen i afsnit 5.1 er således kortfattet og forholdsvis teknisk. For en mere summarisk oversigt henvises til figur 5.1 og 5.2. Efter et kort afsnit om påvirkningskanalerne mellem de finansielle og reale markeder præsenteres hovedprincipperne i modeleringen af den finansielle delsektor i afsnit 5.3. Afslutningsvis præsenteres i afsnit 5.4 de kvantitative overslag over de centrale sammenhænge på de finansielle markeder, som har været anvendt i forbindelse med beregningerne i kapitel VI i redegørelsens del I.

5.1 Den reale del af modellen

Hovedstrukturen i den reale del af den anvendte model fremgår af figur 5.1, idet der her er lagt vægt på at klargøre, hvorledes de forskellige rentesatser og rentestømme indgår i modellen. Derimod er modellens prisdannelse udeladt af figuren og den detaljerede bestemmelse af indkomstdannelsen kun antydet.

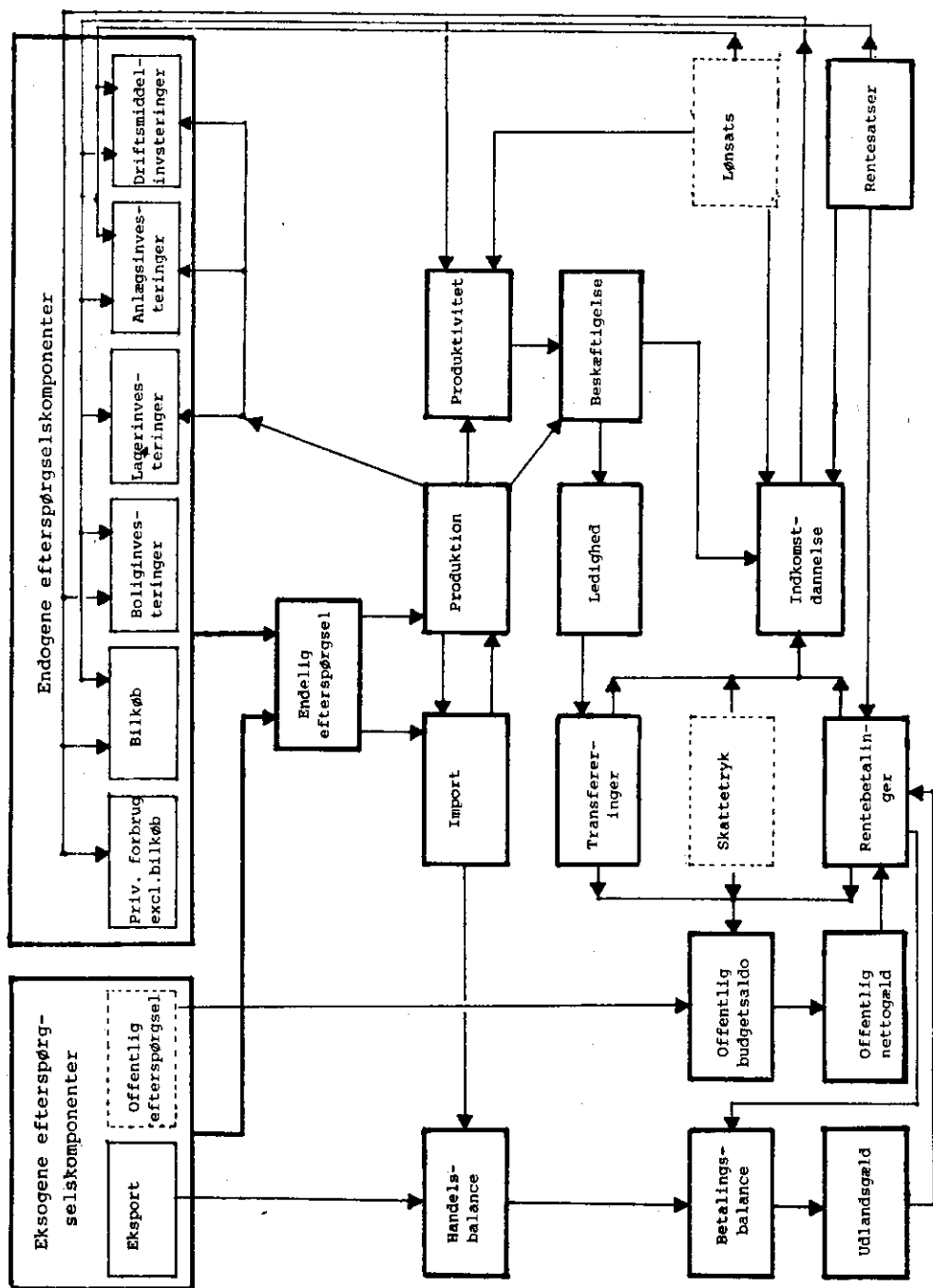
Produktionen er bestemt af udviklingen i den samlede efterspørgsel, idet virksomhedernes udbud antages altid at tilpasse sig til den del af den samlede efterspørgsel, der retter sig mod indenlandsk producerede varer. Da de indenlandske efterspørgselskomponenter først og fremmest afhænger af de samlede indkomster (enten direkte som f.eks. det private forbrug eller indirekte som de private erhvervsinvesteringer), og disse afhænger af produktion og beskæftigelse, bliver produktionsniveau, beskæftigelse og indenlandsk efterspørgsel bestemt simultant.

Modellen er udformet på et højt aggregeringsniveau: På udbudssiden findes kun een indenlandsk produktionssektor, hvis produktion er endogen.¹⁰²⁾ Bruttofaktorindkomsten i landbrug m.v., energiudvinding, boligbenyttelse og den offentlige sektor er eksogen. Importen er delt op i tre endogene kategorier (SITC 0, 1, 7, 8 og 9 excl. skibe og fly, SITC 2, 4, 5 og 6 og SITC 3) og tre eksogene (import af skibe og fly, af tjenester og turistrejser).

På efterspørgselssiden bestemmes det private forbrug i to endogene relationer (privat forbrug i alt excl. bilkøb samt bilkøbet). Der finder desuden en endogen bestemmelse sted af boliginvesteringerne, lagerinvesteringer i private byerhverv (excl. energilagre), samt anlægs- og driftsmiddelinvesteringer i private byerhverv. Lagerinvesteringer i landbruget, ændringer i energilagre samt anlægs- og driftsmiddelinvesteringer i landbrug m.v. og i energisektoren er derimod eksogene. Den offentlige efterspørgsel efter varer og tjenester er ligeledes eksogent fastlagt.

102. Svarende til løbenumrene 5, 8-107 og 109-116 i nationalregnskabet 117-sektoropdeling.

Bilagsfigur 5.1: Forenklet figur for SMEC's funktionsmåde.



Eksporten (som er opdelt i 6 kategorier) indtager en mellemposition, idet den bestemmes som en funktion af dels eksogene udgangsskøn for eksportmængde og -pris, dels den endogent bestemte eksportpris.

Om notationen i det følgende gælder, at

- et foranstillet "f" angiver, at den pågældende variabel er målt i faste 1980-priser
- et foranstillet "Δ" angiver absolut årlig ændring
- et foranstillet "R" angiver relativ årlig ændring.

Det private forbrug

Forbrugsfunktionen er formuleret som en såkaldt fejlkorrektionsmodel med den egenskab, at forbrugskvoten på langt sigt er konstant ved en konstant vækstrate i indkomsten, samtidig med at den på kort sigt reagerer konjunkturmødbørende (et fald i indkomstens vækstrate får forbrugskvoten til at stige). Relationen er formuleret som

$$(1) \quad \Delta \log (fCp)_t = c_0 + c_1 \cdot \Delta \log (fYd)_t + c_2 \cdot \log (Cp/Yd)_{t-1}$$

hvor C_p er privat forbrug excl. bilkøb (men incl. et beregnet afkast af bilparken) og Y_d den disponible indkomst.

Y_d er defineret som de personlige indkomster incl. overførsler fra den offentlige sektor og den private sektors netto-renteindtægter fra det offentlige og udlandet med fradrag af direkte skatter samt afskrivninger. Desuden fratrækkes 50 pct. af nettoindbetalingerne (indbetalinger minus udbetalinger) til pensionsopsparingsordningerne og 50 pct. af formueafkastet i disse ordninger.¹⁰³⁾ Disse andele er fastlagt ved at vælge den definition af Y_d , der ved estimation af (1)

103. Pensionsopsparing i pengeinstitutter, pensionskasser og livsforsikringselskaber, samt i ATP, Den sociale Pensionsfond og LD.

giver den mindste spredning. At en del af indbetalingerne til pensionsopsparing fratrækkes opgørelsen af den disponible indkomst, afspejler, at de til dels opfattes som en slags "skat" og ikke fuldt ud som indkomst, der spares op. Tilsvarende registreres kun en del af formueafkastet som indkomst.

De estimerede parametre fremgår af tabel 5.1 - den marginale forbrugskvote er 45 pct. Ved en langsigtet vækstrate i fYd på 5 pct. p.a. implicerer parametrene en langsigtsforbrugskvote på 0.913; ved en vækstrate på 0 er forbrugskvoten 0.971.

Bilkøbet er bestemt i en separat relation baseret på kapitaltilpasningsprincippet, hvor periodens bilkøb, fCb, består af nytilgang plus afskrivninger på den eksisterende bestand. Nytilgangen afhænger af forskellen på den faktiske og den ønskede bilbestand; denne antages at være en funktion af den disponible realindkomst (fYd), den relative bilpris (pCb/pCp), den relative energipris (pCe/pCp) og bankudlånsrenten (ilo); d er afskrivningsraten.

$$(2) \quad fCb = a_0 + a_1(fYd - d \cdot fYd_{-1}) + a_2 \left(\frac{pCb}{pCp} - d \cdot \frac{pCb}{pCp_{-1}} \right) \\ + a_3 \left(\frac{pCe}{pCp} - d \cdot \frac{pCe}{pCp_{-1}} \right) + a_4 \left(\frac{100}{ilo} - d \cdot \frac{100}{ilo} \right) + a_5 \cdot fCb_{-1}$$

Boliginvesteringerne

Også boliginvesteringerne, flh, er baseret på en lineær beholdningstilpasning. Den ønskede boligkapital er antaget at afhænge af den disponible indkomst pr. capita, af befolkningens størrelse og af før-skat omkostningerne ved boligforbrug (repræsenteret ved boliginvesteringsprisen relativt til forbrugerprisindekset multipliceret med den reale obligationsrente). Den faktiske boligefterspørgsel bestemmes ved en langsom tilpasning af den faktiske beholdning til den øn-

skede. Lagstruktur og tilpasningshastighed (15 pct. af ønsket ændring det første år) i relationen er bestemt ud fra statistiske kriterier:

$$\begin{aligned}
 (3) \quad fIh &= .85 \cdot fIh_{-1} = h_1 \cdot 0.5 \cdot \Delta(fYd/N + fYd/N_{-1}) \\
 &+ h_2 \cdot 0.5 \cdot \Delta(N - N_{-1}) + h_3 \cdot \Delta \left[(pIh/pCp) \cdot (10 - RpCp) \right]_{-1} \\
 &+ h_4 \cdot \text{Dummy}
 \end{aligned}$$

N er antal mænd mellem 15 og 74 år. Dummyen skal fange specielle udbudseffekter 1972-74 (antager værdien 1 i 1972, -1 i 1974 og er ellers 0). De estimerede parametre fremgår af tabel 5.1. I beregningerne i kapitel VI er lagstrukturen i omkostningsudtrykket ændret, således at ændringer heri får effekt på boliginvesteringerne samme år; samtidig er parameteren h_3 forøget.

Lagerinvesteringer

Den ønskede lagerbeholdning antages at være proportional med den samlede vareefterspørgsel (fD), mens ændringerne i den faktiske lagerbeholdning - lagerinvesteringerne - afhænger af tilpasningshastigheden. I estimationsligningen er derudover tilføjet et realrenteudtryk. Den anvendte rentesats er bankudlånsrenten. Deflator er forbrugerprisindekset excl. afgifter.

$$\begin{aligned}
 (4) \quad \Delta fJb &= l_1 \cdot \Delta fD(-1/3) + l_2 \cdot fD \Delta(r-p) + l_3 \cdot \text{særtoldsdummy} \\
 &+ l_4 \cdot fJb_{-1}
 \end{aligned}$$

Dummyen tager højde for effekten af den midlertidige importtold i 1971-73, som udskød lagerinvesteringer i impor-

terede varer.¹⁰⁴⁾

Bygningsinvesteringer i private byerhverv

De private byerhvervs bygningsinvesteringer (flb) bestemmes i en relation baseret på kapitaltilpasningsprincippet. Det ønskede kapitalapparat antages at afhænge af (forventet) produktion og (forventede) relative kapitalomkostninger:

$$(5a) \quad \Delta fIb = b_1 \Delta fX + (b_1 - b_2) \Delta fX_{-1} + (b_1 - 2b_2) \Delta fX_{-2} \\ + b_3 \cdot X \cdot \Delta (cb/w)_{-1} + b_4 \cdot fIbn_{-1}$$

X er produktionsværdi, cb/w forholdet mellem user-cost for bygningskapital og timeløn og flbn er bygningsinvesteringerne netto.

Produktionsændringen er specificeret ved et lineært Almonlag med aftagende vægte. Ændringen i de relative kapitalomkostninger er multipliceret med produktionsværdien, idet effekten på investeringerne af ændrede relative faktoromkostninger antages at følge væksten i kapitalbeholdningen. Hvis de relative faktoromkostninger er konstante, implicerer (5a) et fast forhold mellem produktion og kapitalbeholdning (konstant capital/output ratio).

Kapitalomkostningerne, cb, er defineret som

$$(5b) \quad cb = \frac{1 - t \cdot zb}{1 - t} \cdot pIpb \cdot ((1 - t) \cdot r - RpIpb + d)$$

hvor t er selskabsskattesatsen, plpb prisen på bygningska-

104. Nærmere detaljer om denne variabel er anført i Fabritius m.fl.: "SMEC III", København 1979, p. 58-60.

pital-goder, r er den anvendte rentesats og d afskrivningsraten (5 pct.). Variablen z_b er et indeks for nutidsværdien af de skattemæssige afskrivninger (jfr. den nærmere diskussion heraf i afsnit V.4 i del I). Rentesatsen r er en sammenvejret sats med vægten 0.5 til den indenlandske obligationsrente, 0.25 til bankudlånsrenten og 0.25 til den korte tyske obligationsrente. Vægtene er faste for hele estimationsperioden; i fremskrivningsperioden og ved alternativ-beregninger antages de at variere med ændringer i den private ikke-finansielle sektors portefølje-sammensætning.

Maskininvesteringer og arbejdskraftefterspørgsel

De private byerhvervs investeringer i driftsmidler (maskinkapital), arbejdskraft- og energiefterspørgsel bestemmes under et. Det antages, at virksomhederne tilstræber at producere den efterspurgte mængde til lavest mulige omkostninger (omkostningsminimering som adfærdskriterium), og at det ønskede (det økonomisk optimale) indsatsforhold mellem de tre produktionsfaktorer arbejdskraft, energi og maskinkapital derfor varierer med ændringer i de tre faktorer relative priser. Virksomhederne har dog kun mulighed for substitution mellem de tre faktorer ved nyinvesteringer, hvor virksomhederne vælger den produktionsteknik, der med den forventede udvikling i faktorpriserne minimerer produktionsomkostningerne. Når en årgang kapitalapparat er installeret, er indsatsforholdet derimod fikseret: For at udnytte det allerede installerede kapitalapparats outputkapacitet kræves en bestemt mængde arbejdskraft og energi. Der antages alene substitutionsmuligheder mellem de tre nævnte produktionsfaktorer; input af øvrige råvarer og halvfabrikata pr. produceret enhed ligger fast (konstante input-output koefficienter).

Omkostningsminimeringen sker under den restriktion, at de produktionstekniske sammenhænge kan beskrives ved en produktionsfunktion, hvor maskinkapital og energi indgår i eet faktorbundet sammen over for arbejdskraft:

$$(6a) \quad Q = Q[Z(E, I), L]$$

Bilagstabel 5.1: Estimerede parametre i den reale models relationer for indenlandsk efterspørgsel

Relation:	Parametre:					SMPL	SE	R ²	DW
	c ₀	c ₁	c ₂	a ₁	a ₂				
Forbrugsfunktion (1)	-0.13 (-2.19)	.447 (7.38)	-.447 (-5.56)			1957-81	.012	.81	1.5
Bilkøb (2)	a ₀	a ₁	a ₂	a ₃	a ₄	a ₅			
	1386.3 (.57)	.106 (5.70)	-9328.9 (-3.19)	-6001.1 (-3.08)	4.330 (1.49)	.418 (3.96)	1955-81	.93	2.2
Boliginvesteringer (3)	h ₁	h ₂	h ₃	h ₄					
	612.9 (4.41)	259.9 (7.64)	-77633.5 (-2.67)	6246.1 (6.13)			1966-81	.89	2.1
Lagerinvestering (4)	l ₁	l ₂	l ₃	l ₄					
	.187 (9.08)	-.027 (-.688)	-584.9 (-1.95)	1.			1962-81	.72	1.4
Bygningsinvesteringer (5)	b ₁	b ₂	b ₃	b ₄					
	.0536 (5.44)	-.012 (-2.55)	-2.27 (-1.84)	-.147 (-2.99)			1967-81	.75	2.5

Anm.: I parentes er anført t-værdier.

hvor

Q er output (ny-kapacitet)

Z faktorbundet af investeringer (I) og energi (E)

L arbejdskraft svarende til investeringen

Sammenhængen indebærer, at arbejdskraft altid er substitut med kapital og energi, mens kapital og energi både kan være substitutter og komplementære. En energiprisstigning vil således øge arbejdskraftinputtet men kan reducere kapitalforbruget, hvis den inducerede meranvendelse af arbejdskraft er tilstrækkelig stærk.

Det kan omformuleres til

$$\dot{Q} = a\dot{Z} + (1-a)\dot{L} + r$$

$$\dot{Z} = b\dot{I} + (1-b)\dot{E}$$

hvor en prik over en variabel angiver en lille relativ ændring. Konstanten a er faktorbundetets Z's andel af produktionen Q og b maskinkapitalens andel af Z. Variablen r er tekniske fremskridt.

For en produktionsfunktion som (6.a) gælder, at omkostningsmimimering gør ændringen over tid af L, I og E (og dermed også af Z) til en funktion af ændringer i faktorpriserne. Man kan definere substitutionselasticiteten¹⁰⁵⁾ mellem Z og L (SZL) som

$$(6b) \quad \dot{Z} - \dot{L} = SZL \cdot (\dot{w} - \dot{p}_Z)$$

og substitutionselasticiteten mellem I og E (SIE) som

$$(6c) \quad \dot{I} - \dot{E} = SIE \cdot (\dot{e} - \dot{u})$$

105. Substitutionselasticiteten er ændringen i de relative faktorintensiteter ved en 1 procents ændring i de relative faktorpriser.

hvor w er lønsatsen, u omkostningerne ved brug af maskinkapital (user cost), e energiprisen og p_z prisen på Z .

Ændringen i prisen p_z kan ved hjælp af faktorandelene b og $(1-b)$ omformuleres til

$$p_z = b \cdot \dot{u} + (1-b) \dot{e}$$

Disse sammenhænge kan stykkes sammen til udtrykket

$$(6d) \quad \dot{I} - \dot{Q} = SZL \cdot (1 - a) \cdot (\dot{w} - \dot{u}) \\ + (1 - b) \cdot [SIE - SZE (1 - a)] (\dot{e} - \dot{u}) - r$$

Det antages, at substitutionselasticiteterne og faktorandelene er konstante,¹⁰⁶ hvilket gør det muligt at integrere udtrykket i (6d):

$$(6e) \quad \log(I) = c + \log(Q_0) + SZE (1 - a) [\log(w) - \log(u)] \\ + (1 - b) [SIE - SZE (1 - a)] \cdot [\log(e) - \log(u)] - r \cdot t$$

hvor Q_0 er den ønskede ny-kapacitet. Relation (6e) kan estimeres, hvorved der kan beregnes værdier for udtrykkene foran parenteserne med faktorprisdifferencer. Med et skøn over faktorandelene a og b baseret på nationalregnskabsstatistikken kan substitutionselasticiteterne udledes.

106. Strængt taget kræver antagelsen om konstant faktorandel, at substitutionselasticiteterne er 1. Med disse antagelser er Q og Z i (6a) formuleret som såkaldte CES-funktioner. En omkostningsminimering med CES-funktioner for hhv. Q og Z som bibetingelser resulterer i de formler for optimale faktorintensiteter I/Q , L/Q og E/Q , der anvendes i beregningsmodellen.

Ved opgørelsen af kapitalomkostningerne er anvendt følgende formel:

$$cu = \frac{1-t \cdot zm}{1-t} \cdot p((1-t) \cdot r - \dot{w} + b)$$

hvor

p kapitalgodeprisen

t selskabsskattesatsen

zm indeks for nutidsværdien af de skattemæssige afskrivninger

r nominel rentesats

w forventet lønstigningssats

b fysisk afskrivningsrate

Den anvendte rentesats er et sammenvæjet udtryk med vægten 0.5 til bankudlånsrenten, 0.25 til obligationsrenten og 0.25 til den tyske obligationsrente.

Den ønskede outputkapacitet Q_0 bestemmes som en funktion af den forventede produktion bestemt af den faktiske produktionsudvikling og af kapitalapparatets udnyttelsesgrad:

$$(6f) \quad Q_0 = \sum_{i=0}^2 a_i \Delta X_{-i} + X_{-1} - X_{-1} / \overline{TUC}_{-1} + dx_{-1} / \overline{TUC}_{-1}$$

hvor

X er produktionen

ai vægte ved forventningsdannelsen,

d afskrivningsraten

\overline{TUC} er kapacitetsudnyttelsesgraden (TUC) i forhold til estimationsperiodens gennemsnitlige kapacitetsudnyttelsesgrad.

Outputkapaciteten X_p , der er nævneren i udtrykket for TUC, bestemmes som

$$(6g) \quad X_p = (1-d)X_{p-1} + I \cdot (Q/I)\emptyset$$

hvor

$(Q/I)\emptyset$ er den ønskede kapitalintensitet

Denne konstruktion gør det muligt at sondre mellem investeringer, der forøger outputkapaciteten, og de investeringer, der alene skyldes eksempelvis et fald i de relative faktoromkostninger og derfor ikke øger outputkapaciteten, men i stedet erstatter arbejdskraft (og energiinput) med maskinkapital.

Afskrivningsraten d er en funktion af de variable omkostninger p_v 's (lønsom + bruttoudgift til energi) andel af produktionsværdien p_d , hvor produktionsprisen er bestemt som den omkostningsbestemte fremstillingspris på nyeste kapitalårgang (prisen på arbejdskraft er lønsatsen med fradrag for de estimerede tekniske fremskridt og prisen på de to øvrige faktorer er det sammenvæjede udtryk for usercost og energipris, p_z):

$$(6h) \quad d = d_0 + d_1 / \log(p_v/p_d)$$

Da d_1 er negativ vil en kraftigere stigning i de variable omkostninger end i den samlede produktionspris forøge afskrivningsraten. Effekten er dog beskeden, og afskrivningsraten er følgelig ikke særlig omkostningsfølsom.

Ved estimation er (6e) tilføjet en dummy for de ekstraordinære afskrivningsregler i 1976 samt en tilpasningsparame-

Bilagstabel 5.2: Estimerede parametre i faktorefterspørgselsrelationerne

$$\begin{aligned} \log(I) = & c + v \cdot [\log Q\emptyset + SZL(1-a) [\log(w) - \log(u)]] \\ & + (1-b) [SIE - SZL(1-a)] \cdot [\log(e) - \log(u)] - r \cdot t \\ & + (1-v) \log(I)_{-1} + du \cdot dummy \end{aligned}$$

Afskrivnings-
rate i $Q\emptyset$

	Vægte i $Q\emptyset$		Afskrivnings- rate i $Q\emptyset$		SZL	SIE	r	du	SMPL	SE	R ²	DW
	c	v	a ₀	a ₁	d ₀				1967-81		.98	2.41
	4.112 (4.58)	.559 (4.04)	.454 (7.20)	.268 (5.14)	.1645 (2.98)	.691 (3.08)	.924 (0.55)	.035 (2.25)	.326 (4.45)			

$$a = 0.4 \quad b = 0.85$$

	n ₀	n ₁	n ₂
2. Beskæftigelsesrelationen (6i)	.0077 (1.43)	.7849 (7.05)	.1480 (1.08)

1967-81 .011 .90 2.12

	e ₀	e ₁
3. Energiefterspørgselsrelation (6j)	.0296 (2.19)	.606 (4.09)

1967-81 .046 .72 1.26

I parentes er anført t-værdier.

Anm.: De anførte t-værdier under estimaterne for SZL og SIE vedrører rettelig de estimerede udtryk foran faktorprisdifferenserne.

ter, således at kun en del af de ønskede investeringer realiseres i samme periode, jfr. tabel 5.2, hvor de estimerede parametre er anført.¹⁰⁷⁾

Estimationsresultaterne fra tabel 5.2 er anvendt til beregning af den arbejdskraft- og energiefterspørgsel, der knytter sig til hver kapitalårgang (ønsket variabelt input på nyeste årgang). Herudfra kan den ønskede totale beskæftigelse, L_t , og det totale energiinput, E_t , på alle årgange ved fuld kapacitetsudnyttelse beregnes. Beskæftigelsen opgøres i timer; ved omregning til fuldtidspersoner antages, at enhver arbejdstidsforkortelse for de 30 pct.'s vedkommende slår ud i stigende arbejdsproduktivitet. Den faktisk ønskede beskæftigelse og energiefterspørgsel afhænger derudover af svingninger i kapacitetsudnyttelsen.

Beskæftigelsen bestemmes i en fejlkorrektionsmodel af samme type som forbrugsfunktionen:

$$(6i) \quad \Delta \log(L) = n_0 + n_1 \Delta \log(TUC \cdot L_t) + w_2 \log(TUC \cdot L_t)_{-1} - \log(L_{-1})$$

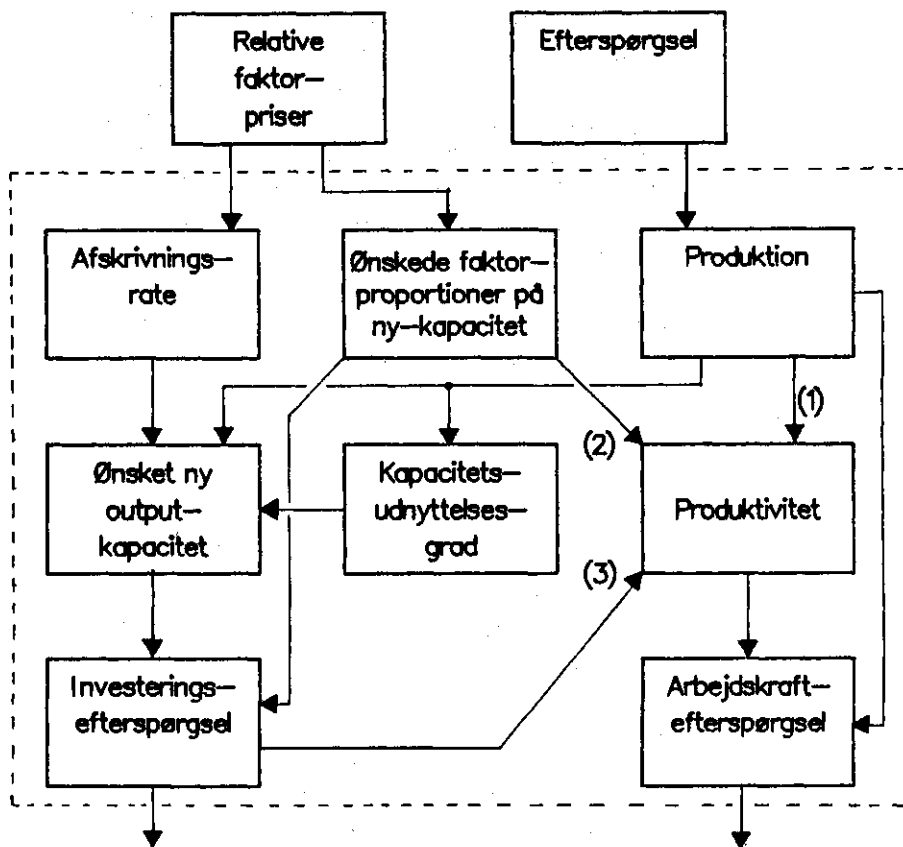
De estimerede parametre fremgår af tabel 5.2. Det forhold, at koefficienten n_1 er mindre end 1, indebærer, at produktivetsstigningstakten varierer positivt med produktionsvæksten. Produktivetsstigningstakten afhænger derudover af de relative faktorpriser: En stigning i lønsatsen i forhold til usercost vil reducere den ønskede arbejdskraftanvendelse pr. produceret enhed (kapitalintensiteten stiger), og derfor - ved given produktion - øge produktivetsstigningstakten. Endelig påvirkes produktivetsstigningstakten direkte af investeringsniveauet, idet de tekniske fremskridt antages at være knyttet til ibrugtagen af nyt kapitaludstyr.

Energiefterspørgslen bestemmes i en mere simpel tilpasningsrelation:

$$(6j) \quad \log E = e_0 + e_2 \log E_{-1} + (1 - e_2) \cdot \log(TUC \cdot E_t)$$

107. Da en bestemmelse af (6f) kræver kendskab til substitutionselasticiteterne, er (6e) estimeret i flere trin, hvor der i første omgang anvendes foreløbige estimater på de enkelte parametre til bestemmelse af i.

Bilagsfigur 5.2: Forenklet figur for bestemmelsen af private sektors maskininvesteringer og beskæftigelse.



- (1) Væksteffekt
- (2) Substitutionseffekt
- (3) Årgangseffekt (teknisk fremskridt)

Bilagstabel 5.3: Den isolerede effekt af en reduktion i alle rentesatser med 1/10. Uændrede priser, produktion og disponibel indkomst

	1. år	2. år	3. år	4. år	5. år
	----- procentafvigelse i forhold til grundforløb -----				
Usercost (maskininvesteringer)	-5.4	-4.2	-3.7	-3.3	-3.0
Maskininvesteringer, private byerhverv	0.6	1.2	1.8	1.9	1.8
Bygningsinvesteringer, private byerhverv	0.0	0.7	1.0	1.2	0.8
Boliginvesteringer ¹⁾	2.8	4.9	3.1	2.2	1.5
Bilkøb	5.3	4.5	4.5	4.8	5.5
Beskæftigelse (fuldtid), private byerhverv	-0.2	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6
Indeks for faktoromkostningsindholdet i efterspørgselskomponenternes priser	-0.2	-0.4	-0.7	-0.9	-1.0

Anm.: 1) Effekten svarer til, hvad ligning (3) implicerer uden forsinkelsen i realrenteændringers gennemslag.

Ved fastlæggelse af det samlede energiforbrug i modellen anvendes denne relation dog ikke.

Modellens blok for bestemmelse af maskininvesteringer og beskæftigelse er beskrevet i oversigtsform i figur 5.2.

I tabel 5.3 er angivet de isolerede effekter af en reduktion af alle modellens rentesatser med 1/10 på en række af de størrelser, som direkte påvirkes af ændringer i rentesatsen. Der er ikke taget hensyn til de afledede effekter fra ændringer i produktion og indkomster. Når faldet i usercost er mindre end 1/10 skyldes det effekten fra det nominelle skattesystem (realrenten efter skat falder mindre end realrenten før skat).

Eksporten

Udviklingen i eksportmængder og -priser er ved udarbejdelsen af det ene grundforløb (overskudsforløbet) fastlagt ud fra skøn over den internationale markedsvækst og udviklingen i priserne på internationalt handlede varer.

Ved beregninger af effekterne af ændrede forudsætninger vedrørende den økonomiske politik antages eksporten at reagere på omkostningsændringer.

For industrieksporten er der således ved hjælp af OECD's handelsstatistik estimeret en sammenhæng mellem danske eksportmarkedsandele og det danske lønniveau relativt til de øvrige OECD-eksportørers lønniveau, som implicerer en langsigts lønelasticitet for danske markedsandele på -0.64. Ved siden af lønelasticiteten er der ved estimation af sammenhængen mellem markedsandele og relative eksportpriser fundet en priselasticitet på -1.6.¹⁰⁸⁾ (En reduktion i prisen på danske industrieksportvarer på 1 pct. for uændrede priser på øvrige landes eksportvarer vil udløse en stigning i

108. De nærmere detaljer er anført i Det økonomiske Råds sekretariat: Bilag til redegørelsen Dansk Økonomi, maj 1983, kapitel IV.

de afsatte eksportmængder på 1.6 pct.).¹⁰⁹⁾

Forholdet mellem løn- og priselasticitet (.64/1.6) indebærer et gennemslag på eksportpriserne på 40 pct. af ændringer i lønomkostningerne. I den anvendte model er den her anførte sammenhæng mellem ændringer i lønkomstninger og eksportpriser antaget også at gælde for sammenhængen mellem omkostningsændringer generelt (uanset om disse skyldes ændringer i løn- eller kapitalomkostninger) og eksportpriser.

De anførte estimationer viser en ganske hurtig reaktion i mængdeændringer på prisændringer. Således kommer 80 pct. af den samlede ændring i markedsandel i løbet af det første år, eksportpriserne ændres, og resten det følgende år.

I tabel 5.4 er anført eksportkomponenternes reaktion på en reduktion af omkostningsniveauet med 10 pct.

Importen

Den endogene import er delt i 3 grupper: M_{ci} - import af varer til forbrug og investering (SITC 0, 1, 7, 8 og 9 excl. skibe og fly); M₃ - energiimport (SITC 3) og M_r - import af øvrige råvarer og halvfabrikata. Disse 3 grupper bestemmes i adfærdsrelationer med den følgende loglineære specifikation:

$$(7a) \quad \log(fM(i)) = m_0 + m_1 \log(fAm(i)) + m_2 \log(pM(i)/pDK(i))$$

hvor fM(i) er importgruppe i, fAm(i) en efterspørgselsvariabel, pM(i) importprisen incl. told og pDK(i) den indenlandske konkurrerende pris. Efterspørgselsvariablen bestemmes som:

$$(7b) \quad fAm(i) = \sum_j a_{m(i)d(j)} fDj + a_{m(i)ev} \cdot fEv$$

109. Eksportpriselasticiteterne for landbrugseksporten er estimeret til -1.2; for turisteksporten er den anslået til -1.4 og for den øvrige tjenesteeksport til -1.6.

hvor $am(i)d(j)$ er den faste input-output koefficient for importgruppe i 's andel af den indenlandske efterspørgselskomponent j og $am(i)ev$ den tilsvarende koefficient for vareeksporten (Ev). De anvendte io-koefficienter vedrører 1980. Teorien bag (6a) er helt simpel: Afvigelser fra en parallel udvikling i $fM(i)$ og $fAm(i)$ kan forklares med udviklingen i de relative priser. Parametrene m_1 og m_2 kan følgelig tolkes som hhv. efterspørgsels- og priselasticiteter.

De indenlandske prisindeks, $pDK(i)$, må svare til den alternative indenlandske input- eller efterspørgselskomponent. Importerede råvarer/halvfabrikata og energi konkurrerer med arbejdskraft; derfor anvendes arbejdskraftomkostningerne pr. enhed i relationerne for M_r og M_3 . De importerede forbrugs- og investeringsvarer konkurrerer med indenlandsk producerede varer; derfor indgår produktionsprisen i de private byrghverv i M_{ci} -relationen.

De estimerede parametre er vist i tabel 5.5. Samvariationen mellem pris og mængde er stor, hvilket gør det vanskeligt at estimere m_1 og m_2 uden restriktioner. Således synes priselasticiteten i M_{ci} -relationen at være vel beskeden.

Priser

De vigtigste indenlandske priser bestemmes i et sæt input-output orienterede relationer, mens en række mindre betydende prisindices (priser på landbrugs- og energilagre og stambesætningsændringer) samt eksportpriserne er eksogene. For de sidstnævnte gælder dog, jfr. omtalen ovenfor, at de ved alternativ-beregninger varierer med ændringer i faktoromkostningerne.

Der er relationer for fire basispriser (privat forbrug, maskin- og bygningsinvesteringer samt offentligt varekøb), som bestemmes ud fra priserne på de fire efterspørgselskomponenters indhold af importinputs og faktorindkomst. Markedsprisen fremkommer ved tillæg af afgifter og moms.

Faktorindkomstdelen af basispriserne følger (med en vis forsinkelse) udviklingen i faktorpriserne (kapitalomkostninger-

Bilagstabel 5.4: Pris- og mængdevirkninger i udenrigshandelen ved en sænkning af det relative indenlandske omkostningsniveau med 10 pct.

	Relativ pris	Mængde				
		år 1	år 2	år 3	år 4	år 5
— procentændring i forhold til udgangsniveau —						
Eksport af:						
Industrivarer ¹⁾	-4.0	5.1	6.4	6.4	6.4	6.4
Landbrugsvarer	-1.0	0.6	0.8	1.2	1.2	1.2
Skibe og fly	-4.0	0.0	5.1	6.4	6.4	6.4
Turistindtægter	-5.8	6.0	6.4	6.9	7.3	7.7
Øvrige tjenester	-4.0	5.1	6.4	6.4	6.4	6.4
I alt	-3.2	3.3	4.7	4.9	4.9	5.0

1) SITC-gruppe 5-8.

Bilagstabel 5.5: De estimerede parametre i modellens endogene importrelationer

	m_0	m_1	m_2	SMPL	SE	R^2	DW
$fMci^{1)}$	-0.0045 (-0.385)	1.65 (9.12)	-0.814 (-1.91)	1963-81	.037	.84	2.21
fMr	-5.418 (-3.681)	1.391 (5.374)	-0.206 (-0.974)	1964-81	.036	.97	1.73
$fM3^{2)}$	-1.433 (-6.20)	1.0	-0.230 (-7.08)	1969-81	.049	.82	1.34

Anm.: I parentes er anført t-værdier.

1) Estimeret i ændringer.

2) Den estimerede relation vedrører den samlede energiefterspørgsel. I modellen bestemmes energiimporten ved herfra at fratække den indenlandske energiproduktion korrigeret for energieksporten. Efterspørgselselasticiteten er fastsat til 1.0.

ne som defineret ved usercost-udtrykket i maskininvesteringerne og timelønsatsen) sammenvæjet med disses faktorandele. En rentesækning vil således reducere prisstignings-takten via reduktionen i usercost.

Opsparings- og investeringsbalancer m.v.

Til bestemmelse af dels opsparingen i forskellige ordningsopsparringsordninger (jfr. note 1), dels provenuet fra realrenteafgiften¹¹⁰⁾ har modellen en forholdsvis udførlig beskrivelse af dette område.

Indbetalingerne til ordningerne fremskrives med en ordningsopsparingskvote på 3.2 pct. ud af de personlige indkomster, hvilket svarer til situationen i den forløbne del af 1980'erne. Udbetalingerne afhænger af de tidligere indbetalinger og disses forrentning. Formuetilvæksten afhænger af den indestående opsparing, rentesatsen og beskatningsreglerne.

Det er i fremskrivningerne antaget, at den tilladte realrente på 3.5 pct. er uændret.

Den offentlige budgetsaldo (den offentlige sektors nettofordringserhvervelse) opgøres som forskellen mellem det offentliges indtægter og udgifter opgjort efter nationalregnskabets afgrænsning af den offentlige sektor. Det offentliges bruttofinansieringsbehov fremkommer ved til den årlige budgetsaldo at tillægge afdragsbetalingerne på det offentliges indenlandske gæld. Bruttofinansieringsbehovet dækkes dels gennem vækst i den primære likviditet (der antages at vokse i samme fakt som nationalproduktet), dels gennem udstedelse af fast forrentede obligationer. Ved fremskrivning af overskudsforløbet er det antaget, at kuponrenten på nyudstedte obligationer ændres i takt med ændringer i markedsrenten, således at emissionskursen i alle år er 90. Oblig-

110. Realrentebeskatningen indebærer, at den del af forrentningen af ordningsopsparingen, som overstiger inflationstakten (målt ved netto prisindekset) med 3.5 pct., beskattes med 99 pct., dog undtaget den del af opsparingen, der hidrører fra før 1. januar 1983, og undtaget den del af formueafkastet, der hidrører fra aktier, indeksobligationer m.v.

gationsgælden antages at være serielån med en løbetid på 8 år. Det udnyttes, at kommende afdrag og renter på allerede optagne statslån er kendt på fremskrivningstidspunktet, således at de årlige rentebetalinger og afdrag på den indenlandske statsgæld vil afhænge af de foregående års budget-saldi samt de nævnte antagelser om låneform, rentesats, kuponrente og løbetid.

Den offentlige sektors rentebetalinger til den private sektor er opgjort incl. det offentlige kurstab. Ved opgørelsen af husholdningernes skattepligtige indkomst, som bestemmes ud fra de samlede personlige indkomster, fratrækkes den del af de årlige kursgevinster som anslås at tilfalde husholdningerne. Tilsvarende ingår kun den del af kursgevinsterne på statsgælden, der antages at ligge i pengeinstitutterne, i beskatningsgrundlaget for selskabsskatten.

Ved beregninger af effekterne af ændrede forudsætninger vedrørende den økonomiske politik m.v. antages kuponrenten at være uændret, således at emissionskursen vil ændre sig ved ændringer i markedsrenten.

Det offentlige nettorentebetalinger til udlandet afhænger af rentesatsen på udlandsgælden, som antages ens for privat og offentlig gæld, og det offentlige andel af udlandsgælden. Det offentlige udlandslåntagning antages af hensyn til valutakursudviklingen at være bestemt af en målsætning om valutareservens størrelse, således at den for en given målsætning herom vil afhænge af den private nettokapitalimport.

5.2 Sammenhængene mellem de reale og finansielle markeder

I foregående afsnit er det beskrevet, hvorledes de på de finansielle markeder bestemte renter påvirker den realøkonomiske udvikling. Påvirkningen via rentesatserne og de heraf afledte rentestrømme er klart den væsentligste påvirkningsvej fra de finansielle til de reale markeder. Udover denne påvirkningsvej påvirkes de reale markeder imidlertid gennem de porteføljesammensætninger, som de forskellige sek-

torer i økonomien realiserer på de finansielle markeder. Det har således effekt på rentestrømmene i økonomien, om den offentlige sektors underskud finansieres gennem obligationssalg eller ændringer i den primære likviditet. Tilsvarende har det ved en forskellig forrentning af obligationer og udlandslån betydning, om det er den offentlige eller den private sektor, som optager udlandslån til finansiering af et betalingsbalanceunderskud. I forhold til renteeffekterne er disse porteføljeeffekters indflydelse på det reale forløb dog begrænsede.

Den modsatte vej - altså fra de reale til de finansielle markeder - udspringer påvirkningerne dels af den udvikling i sektorernes finansielle nettoformue som bestemmes af deres opsparings/investeringsbalancer dels af de ønsker til sammensætning af den finansielle portefølje, som den realøkonomiske udvikling betinger. For en sektor med overskud på opsparings/investeringsbalancen og dermed voksende finansiell nettoformue må der således ske en tilsvarende forøgelse af de finansielle aktiver i forhold til passiverne (fraregnet den finansielle nettoformue). Hvordan denne forøgelse fordeler sig på de enkelte finansielle aktiver og passiver afgøres af sektorens adfærd. Den offentlige sektors adfærd er et politisk spørgsmål og lader sig kun beskrive som nogle politik-regler, der kan ændres ved skift af politik. Derimod kan adfærden for den private sektor antages at være rimeligt stabil. En stor del af beskrivelsen af de finansielle markeder i den anvendte beregningsmodel består netop i en beskrivelse af den private sektors adfærd, idet det antages, at de adfærdsmønstre, som historisk har kunne iagttages, også vil gøre sig gældende i den betragtede fremskrivningsperiode.

Adfærden for den private sektor består ikke alene i et bestemt reaktionsmønster på ændringer i den finansielle nettoformue. Ændringer i rentesatser og ændringer i det realøkonomiske forløb (udover påvirkningerne via den finansielle nettoformue) påvirker også ønskerne til sammensætning af den finansielle portefølje. Alt andet lige må det således ventes, at en øget vækst og dermed et forøget transaktionsomfang i økonomien vil tilskynde til en forholdsvis likvid formuesammensætning. For den private ikke-finansielle sektor

fører et øget investeringsomfang erfaringsmæssigt til en forøgelse af låntagningen på obligationsmarkedet og i pengeinstitutter, ligesom en forøgelse af importen sædvanemæssigt trækker en forøgelse af den private ikke-finansielle sektors udlandsgæld med sig.

De to ovenstående påvirkningsveje fra de reale markeder til de finansielle - dels virkninger via forskydninger i de finansielle formuer og dels virkninger via realøkonomiens påvirkning af ønskerne til porteføljesammensætning - udtømmer de i beregningsmodellen indeholdte mekanismer. Der indgår altså ikke i den anvendte model nogen eksplicit modellering af forventningsdannelsen på de finansielle markeder og deres sammenhæng med udviklingen på de reale markeder.

Lidt mere teknisk består der det problem i beregningsmodellens sammenbinding af udviklingen på de reale markeder med de finansielle markeder, at sektoropdelingen på de sidstnævnte er mere disaggregeret end på de førstnævnte. Dette fører til problemer, når effekterne af ændringer i sektorernes finansielle nettoformuer skal bestemmes i den finansielle del af beregningsmodellen. Forudsætningsvis er det imidlertid antaget, at ændringer på den offentlige sektors investerings/opsparingsbalance i forhold til grundforløbene udelukkende kan henføres til statens balance. For den private sektor antages det tilsvarende, at ændringer i investerings/opsparingsbalancen udelukkende påvirker den private ikke-finansielle sektor, hvorimod pengeinstitutternes finansielle nettoformue er uændret.

5.3 Hovedprincipperne i beskrivelsen af de finansielle markeder

Som det også fremgår af kapitel VI i redegørelsens del I inddeles agenterne på de finansielle markeder i seks hovedgrupper. Det drejer sig om:

staten

nationalbanken

kommunerne

udlandet

pengeinstitutter

den private ikke-finansielle sektor

På et givet tidspunkt kan sektorernes finansielle portefølje (deres beholdning af finansielle aktiver og passiver) gøres op. For en sektor set under et består denne finansielle portefølje af fordringer på andre sektorer samt af andre sektors fordringer på sektoren. Derimod går debitor/kreditorforhold mellem agenter indenfor en sektor så at sige ud mod hinanden, når sektoren betragtes under et. Som hovedregel beskriver den anvendte beregningsmodel derfor kun beholdninger af finansielle aktiver/passiver, som en sektor besidder/har udstedt, og som en anden sektor har udstedt/besidder. Den væsentligste undtagelse fra denne regel er beskrivelsen af sektorernes obligationsbeholdninger/gæld, hvor alle udstedte obligationer tæller med ved opgørelsen af sektorernes porteføljer.

Opdelingen af økonomiens agenter i de nævnte seks sektorer burde i princippet afspejle en antagelse om, at agenter indenfor en sektor er karakteriseret ved en betydelig grad af ensartethed i deres adfærd på de finansielle markeder. Det må imidlertid erkendes, at den anvendte sektoropdeling i nok så høj grad er præget af de begrænsninger, som det til rådighed stående datamateriale har sat. Det er således næppe en korrekt antagelse, at virksomheder, pensionskasser og forsikringsselskaber samt private borgere reagerer på samme måde overfor ændringer i de faktorer, som påvirker deres valg af finansiell portefølje, selv om de tilhører samme sektor, nemlig den private ikke-finansielle.

Ligesom økonomiens mangeartede agenter er grupperet i nogle sektorer er de tilsvarende mangeartede typer af finansielle fordringer også samlet i nogle hovedgrupper. Disse hovedgrupper er:

Obligationer

Lån/indlån

Primær likviditet

Indholdet af den finansielle model er en række relationer, som beskriver, hvorledes sektorerne fastlægger deres portefølje bestående af disse aktiver og passiver under indtryk af udviklingen i rentesatser og realøkonomisk udvikling m.v. Hertil kommer nogle relationer, der beskriver effekterne på en række af rentesatserne af ændringer i sektorernes porteføljevalg m.v. Denne beskrivelse af udviklingen i porteføljer og rentesatser foretages i princippet for hvert kvartal. I den konkrete udførelse af modellen er der imidlertid ikke gjort noget for at opnå en præcis beskrivelse af det dynamiske forløb på de finansielle markeder indenfor et givet år. I modsætning til den model, som har dannet udgangspunkt for den her anvendte (jfr. nedenfor), opereres der således overalt med en ganske simpel lagstruktur ved beskrivelsen af tilpasning over tiden. Denne simple lagstruktur er ikke direkte baseret på empiriske undersøgelser, omend den kan opfattes som et subjektivt bedømt gennemsnit af de lagstrukturer, som indgår i den model, der danner basis for den opstillede model.

Beskrivelsen af porteføljetilpasningen er som nævnt i kapitel VI i redegørelsens del I især udbygget for den private ikke-finansielle sektor og for pengeinstitutterne. Beskrivelsen af disse sektors porteføljetilpasning tager udgangspunkt i en matrix af følsomheder som angivet i principskiten i figur 5.3. Alle poster i sektorens portefølje opfattes som aktiver, dvs. at finansielle passiver blot regnes som negative aktiver. De enkelte elementer i den anførte matrix må opfattes som følsomheden i beholdningen af det aktiv, i hvis søjle elementet befinder sig, overfor ændringer i den rente/den mængde i hvis række elementet står.

Da ændringer i rentesatser eller mængder kun kan føre til en omfordeling af den betragtede sektors portefølje, dersom den finansielle nettoformue er uændret, summer koefficienterne i hver række til nul. Den eneste undtagelse herfra er rækken for sektorens finansielle nettoformue, hvor summen af koefficienterne er 1; en ændring i nettoformuen må netop

Figur 5.3: Principkitse af en portefølje-efterpørgsels beskrivelse

- Beholdning af -

Sum af
følsomheder

	Aktiv 1	Aktiv j	Aktiv n	
	=	=	=	=
Rente 1 gange	følsomhed(1,1)	følsomhed(1,j)	følsomhed(1,n)	0
.
.
.
.
.
+ Rente i gange	følsomhed(i,1)	følsomhed(i,j)	følsomhed(i,n)	0
.
.
.
.
.
+ Rente l gange	følsomhed(l,1)	følsomhed(l,j)	følsomhed(l,n)	0
.
+ Mængde 1 gange	følsomhed(l+1,1)	følsomhed(l+1,j)	følsomhed(l+1,n)	0
.
.
.
.
.
+ Mængde m gange	følsomhed(l+m,1)	følsomhed(l+m,j)	følsomhed(l+m,n)	0
+ Fin. nettoformue gange	følsomhed(l+m+1,1)	følsomhed(l+m+1,j)	følsomhed(l+m+1,n)	1

modsvares af en tilsvarende porteføljeændring.

Det er endvidere antaget, at den del af matricen, som vedrører effekten af renteændringer, er symmetrisk. Den bagved liggende antagelse er, at hvis en stigning i aktiv j 's egenrente fører til en bestemt reduktion af den del af porteføljen som udgøres af aktiv i , så vil en tilsvarende stigning i aktiv i 's egenrente føre til en reduktion af beholdningen af aktiv j af tilsvarende størrelsesorden. Denne antagelse kan næppe forventes opfyldt i en virkelig økonomi, men indføres af hensyn til at opnå en reduktion af antallet af uafhængige koefficientskøn i matricen. Symmetriantagelsen medfører sammen med nul-restriktionerne på summerne af følsomhederne, at en parallel stigning i alle rentesatser ikke påvirker den ønskede porteføljesammensætning.

For den private ikke-finansielle sektor er adfærdsbeskrivelsen afsluttet gennem opstillingen af følsomhedsmatricen. Pengeinstitutternes adfærd omfatter imidlertid ikke blot en porteføljetilpasning til ændringer i rentesatser og ændringer i likviditetsstilling m.v. Herudover er pengeinstitutterne fastsættere af rentesatser vedrørende ind- og udlån. Denne rentefastsættelse antages at være påvirket af udviklingen i dels pengeinstitutternes likviditet og dels udviklingen i rentesatser vedrørende pengeinstitutternes fremskaffelse af primær likviditet og deres alternative placeringsmuligheder.

Som nævnt er adfærdsbeskrivelsen for de øvrige sektorer af en mere rudimentær karakter, hvilket bl.a. hænger sammen med, at der for de fleste af disse sektorer er tale om en adfærd af mere politisk karakter, både hvad angår porteføljesammensætning og fastlæggelse af de rentesatser, som sektorerne måtte kontrollere.

Som det er anført i kapitel VI, antages kommunernes adfærd at være upåvirket af ændringer i rentesatser m.v., idet kommunernes finansielle nettostilling antages upåvirket af ændringer i forhold til de grundliggende samfundsøkonomiske forløb.

Udlandets finansielle nettoformue bestemmes af udviklingen på betalingsbalancens løbende poster. Ændringer i den-

ne saldo i forhold til udgangsforløbene slår ud i den private ikke-finansielle sektors udlandsgæld, statens udlandsgæld eller valutareserverne, alt afhængigt af den valgte målsætning for den indenlandske pengepolitik.

For staten kan ændringer i den finansielle nettoformue i forhold til de grundliggende forløb slå ud i obligationsudbud, udlandslåntagning eller statens mellemværende med nationalbanken. For uændret finansiell nettoformue kan staten imidlertid også vælge at ændre en af de tre porteføljeposter, hvilket så modsvares af tilsvarende ændringer i de to øvrige poster.

5.4 Koefficienter m.v. i den finansielle model

Ved fastlæggelsen af de talmæssige værdier for de koefficienter, som indgår i følsomhedsmatricerne for den private ikke-finansielle sektor og pengeinstitutterne, er der taget udgangspunkt i det estimationsarbejde omkring en finansiell model, som er udført af dr.econ. Jesper Jespersen og cand.polit. Niels Løhde Pedersen (JJ og NLP).¹¹¹⁾ Disse estimationer er foretaget på et datagrundlag, som dækker perioden fra 2. kvartal 1974 til 4. kvartal 1982. Den udvikling, som de finansielle markeder har undergået gennem denne periode og efter udløbet af denne, indebærer dog givetvis, at de estimerede koefficienter ikke ukritisk kan overføres på den i redegørelsen betragtede fremskrivningsperiode.

Den brug, der har været gjort af JJ og NLP's estimationsresultater, har på denne baggrund været den, at de langsigtede implikationer for sektorernes aktivefterspørgsel af ændringer i rentesatser m.v. er beregnet, men at der efterfølgende er sket en del korrektioner i de således beregnede koefficienter, dels af hensyn til den stedfundne udvikling og dels af hensyn til at indpasse koefficienterne i en konsistent følsomhedsmatrix, der overholder de ovennævnte kriterier.

111. Hovedresultaterne af dette arbejde er dokumenteret i Niels Løhde Pedersen: "Status vedr. den finansielle model FINDAN", upubliceret arbejdsrapport fra Danmarks Statistik, 1984.

Både for den private ikke-finansielle sektor og for pengeinstitutterne er de for 1984 beregnede langtsigtsfølsomheder derpå fremskrevet med den udvikling i sektorernes samlede finansielle balance, som er antaget i forbindelse med overskudsforløbet. Denne fremskrivning af portefølje og følsomheder indebærer groft sagt, at elasticiteterne i porteføljesammensætningen mht. udviklingen i rentesatser m.v. er antaget at være konstante.

I tabel 5.6-9 er de indlagte følsomheder og elasticiteter for den private ikke-finansielle sektor og pengeinstitutterne anført.

Den private ikke-finansielle sektor

For så vidt angår den private ikke-finansielle sektors renteinducerede substitution mellem indenlandske aktiver baserer følsomhederne sig i høj grad på de af Jesper Jespersen og Niels Lehde Pedersen estimerede. Disse er dog tilpasset, således at symmetribetingelserne er overholdt. Endvidere er følsomhederne justeret for at opnå en rimelig beskrivelse af udlandslåntagningens rentefølsomheder (hos JJ og NLP er udlandslåntagningen residualt bestemt). Specielt udlandslåntagningens følsomhed overfor egenafkastet bestående af udenlandsk rente og valutakursbevægelse er en central størrelse i de gennemførte beregninger. Som det fremgår af tabel 5.6, antages en reduktion af omkostningerne ved låntagning i udlandet på 1 procentpoint at føre til en forøgelse af den private ikke-finansielle sektors udlandsgæld på ca. 8.5 mia.kr. i 1984. Dette tal, som repræsenterer en ganske betydelig følsomhed i kapitalimporten, dækker også over udenlandske køb af danske obligationer.

For så vidt angår de realøkonomiske forhold samt den finansielle nettoformues effekt på den private ikke-finansielle sektors porteføljevalg, er effekterne også baseret på JJ og NLP's estimationer. Dog er effekterne af ændringer i udenrigshandlen på den private udlandslåntagning bestemt ud fra de i kapitel IV i rapportens del I samt i bilag 4 omtalte estimationer. Antagelsesvis er disse effekter modposteret på den private ikke-finansielle sektors mellemværende med

Bilagstabel 5.6: Isolerede effekter på den private ikke-finansielle sektors portefølje af skift i renter, aktivitet m.v., mio.kr. pr. enheds ændring i uafh. variabel, effekt for et helt år. Beregnet for 1984

Effekt af:	Effekt på						Sum
	Primær likviditet	Indskud i pengeinst.	Obligationsbeholdning	-Lån i pengeinst.	-Obliga-tionsgæld	-Lån i udlandet m.v.	
Pengemarkedsrente	951	-951	0	0	0	0	0
Tidsindskudsrente	-951	10141	-2788	-2643	-1394	-2365	0
Obligationsrente	0	-4183	5992	-2721	4016	-3103	0
Lånerente	0	-2643	-907	8467	-1814	-3103	0
Udl.rente	0	-2365	-2296	-3103	-807	8572	0
BNP (excl. invest.)	.10	.46	-.14	-.13	-.14	-.14	0
Private erhv.invest.	.10	.82	-.11	-.64	-.11	-.05	0
Boliginvest.	.10	.85	-.11	-.60	-.11	-.11	0
Import	0	.26	0	.26	0	-.51	0
Eksport	0	-.20	0	-.20	0	.40	0
Fin.nettoformue	.13	.10	.05	.11	.48	.13	1

Anm.: De indgående rentestørrelser er målt i procent mens de reale størrelser er målt i mio.kr.

Bilagstabel 5.7: Elasticiteter for den private sektors portefølje mht. skift i renter, aktivitet, m.v. pct.-vis skift i afhængig variabel som effekt af 1 pct. ændring i uafhængig variabel fastholdt i 1 år. 1984

Effekt af	Effekt på					
	Primær likviditet	Indskud i pengeinst.	Obligationsbeholdning	Lån i pengeinst.	Obliga-tionsgæld	Lån i udlandet m.v.
Pengemarkedsrente	.30	-.03	0	0	0	0
Tidsindskudsrente	-.31	.29	-.07	.11	.03	.30
Obligationsrente	0	-.23	.27	.22	-.17	.75
Lånerente	0	-.14	-.04	-.66	.07	.71
Udl.rente	0	-.07	-.06	.15	.02	-1.19
BNP (excl. invest.)	2.00	.84	-.21	.35	.20	1.14
Private erhv.invest.	.32	.24	-.03	-.28	.03	.07
Boliginvest.	.12	.09	-.01	.10	.01	.05
Import	0	.19	0	.28	0	1.64
Eksport	0	-.16	0	.23	0	-1.38
Fin.nettoformue	.11	.01	.00	-.01	-.03	-.04

pengeinstitutterne.

De poster på den private sektors portefølje, som ikke er anført i tabel 5.6 og 5.7, antages at være upåvirkede af ændringer i de grundliggende økonomiske forløb. Det drejer sig dels om en række låneforhold mellem den private ikke-finansielle sektor og de "offentlige" sektorer og dels om pengeinstitutternes finansielle nettoformue. Den finansielle nettoformue, som optræder i tabel 5.6 og 5.7 (og hvis koefficienter summer til 1) er korrigeret for disse eksogene poster.

Elasticiteten mellem produktion og primær likviditet kan forekomme noget høj. Vejes denne elasticitet sammen med den tilsvarende elasticitet for indskud i pengeinstitutterne fås en elasticitet på .9 - 1.0 for sammenhængen mellem produktion og et mål for den sekundære pengemængde (som dog ikke inkluderer statsgældsbeviser).

For renteelasticiteternes vedkommende fremgår det, at følsomhederne i udlandslåntagningen synes ganske store i forhold til følsomhederne mellem de indenlandske markeder.

I de beregninger, hvor der er antaget en højere rentefølsomhed for den private ikke-finansielle sektors udlandslåntagning end de i tabel 5.6 anførte, er udlandslåntagningens egenrente-følsomhed fordoblet. Modsvarende er følsomheden i obligationsbeholdningen og låntagningen i pengeinstitutterne overfor udlandsrenten forøget, således at sumrestriktionerne på følsomhederne overfor udlandsrenten overholdes. Symmetribetingelserne giver tilsvarende ændringer for udlandslåntagningens afhængighed af obligationsrenten og lånerenten i pengeinstitutterne. Endelig er egenrente-følsomhederne for obligationsbeholdningen og låntagningen i pengeinstitutterne forøget, således at følsomhedsmatricen igen er konsistent.

Pengeinstitutterne

For pengeinstitutterne antages der, som det fremgår af tabel 5.8 og 5.9, kun at være tale om substitution mellem tre typer af finansielle aktiver. De øvrige poster i pengeinstitut-

Bilagstabel 5.8: Isolerede effekter på pengeinstitutternes portefølje af skift i renter, aktivitet m.v., mio.kr. pr. enheds ændring i uafhængig variabel, langtsigtseffekt beregnet for 1984

Effekt af:	Effekt på			Sum
	Primær likviditet	Obligationsbeholdning	Mellemværende med nationalbank	
Pengemarkedsrente	0	0	0	0
Obligationsrente	0	1279	-1279	0
Lånerente i nationalbank	0	-1279	1279	0
Indlån fra øvrig privat sektor samt kommuner	.01	.39	.60	1
Udlån	.0	-.39	-.61	-1
Finansiell nettoformue	.02	.60	.38	1

Anm.: De indgående rentestørrelser er målt i procent, mens poster på porteføljen er målt i mio.kr.

Bilagstabel 5.9: Elasticiteter for pengeinstitutternes portefølje mht. skift i renter m.v., pct.vis skift i afhængig variabel som effekt af 1 pct. ændring i uafhængig variabel fastholdt i 1 år.1984

Effekt af:	Effekt på		
	Primær likviditet	Obligationsbeholdning	Mellemværende med nationalbank*
Pengemarkedsrente	0	0	0
Obligationsrente	0	.15	3.59
Lånerente i nationalbank	0	-.11	-2.69
Indlån fra øvrig privat sektor samt kommuner	1.26	.89	-37.78
Udlån	0	-.66	23.91
Finansiell nettoformue	.42	.22	-3.29

* Elasticiteterne for denne størrelse må bedømmes på baggrund af det meget beherskede mellemværende mellem pengeinstitutter og nationalbank i 1984, som imidlertid var i nationalbankens favør.

ternes portefølje, som væsentligst dækker over pengeinstitutternes mellemværende med udlandet, antages at være upåvirkede af ændringer i den økonomiske udvikling.

Igen er følsomhedsskønnene baseret på JJ og NLP's estimationer. Den rente, som er knyttet til pengeinstitutternes mellemværende med nationalbanken - lånerenten i nationalbanken -, er antaget at følge obligationsrenten og penge-markedsrenten (diskontoen) med vægten $1/2$ til hver.

Det bemærkes, at følsomhederne i hver af de tre nederste rækker numerisk summer til 1; en ændring i pengeinstitutternes placeringspotentialer må netop blive placeret, uanset om den skyldes en ændring i udlånet, indlånet eller den finansielle nettoformue (som dog i de gennemførte beregninger antages upåvirket af ændringer i det økonomiske forløb).

Pengeinstitutternes rolle på de finansielle markeder er imidlertid ikke begrænset til at tilpasse deres portefølje til udefrakommende påvirkninger i form af renteændringer og ændringer i placeringspotentialer. Pengeinstitutterne fastsætter herudover rentesatserne på ind- og udlån under hensyntagen til udviklingen i andre rentesatser og udviklingen i deres portefølje.

Det har her ikke været muligt at udnytte de resultater vedrørende pengeinstitutternes rentefastsættelsesadfærd, som JJ og NLP har estimeret. Det hænger bl.a. sammen med, at perioden op gennem 1970'erne i høj grad var præget af restriktioner på pengeinstitutternes adfærd mht. fastsættelse af renter. Dette gælder også i nogen grad pengeinstitutternes porteføljesammensætning, hvorfor følsomhederne i tabel 5.8 kan være "skæve" i forhold til de i den nuværende situation forekommende. For rentefastsættelsen forekommer problemet imidlertid at være så voldsomt, at beregningerne er gennemført med de i tabel 5.10 anførte to postulerede relationer til fastlæggelse af pengeinstitutternes indlåns- og udlånsrentesatser.

Som det fremgår af tabellen, påvirker ændringer i pengeinstitutternes overskudslikviditet rentemarginalen, således at

Bilagstabel 5.10: Relationer for pengeinstitutternes rente-
fastsættelse

$$(1) \text{ RI} = .5 \cdot \text{RDI} + .5 \cdot \text{ROB} - 7.5 \cdot \text{LIK}$$

$$(2) \text{ RU} = .5 \cdot \text{RDI} + .5 \cdot \text{ROB} - 2.5 \cdot \text{LIK} + 2.5 \cdot \text{LOFT}$$

hvor

RI: Indlånsrente

RU: Udlånsrente

RDI: Pengerente (diskonto)

ROB: Obligationsrente

LIK: Pengeinstitutternes overskudslikviditetsgrad = indskud - udlån som andel af samlet balance. Ændringer i dette led påvirker ikke indlånsrenten, hvis et udlånsloft er i kraft.

LOFT: Forskel mellem ønsket og realiseret udlån til den private ikke-finansielle sektor i en situation med udlånsloft

en øget likviditet vil reducere pengeinstitutternes rentemarginal. Koefficienterne til de indgående rentesatser er fastlagt meget ad hoc. I JJ og NLP's model er der generelt en større følsomhed overfor diskontoen og en tilsvarende mindre overfor obligationsrenten. Det skønnes dog, at pengeinstitutternes rentesatser på længere sigt vil være mere følsomme overfor den markedsbestemte obligationsrente end disse resultater antyder. Følsomheden i indlånsrenten overfor likviditetsgraden kan ud fra JJ og NLP's estimationer bedømmes til at ligge mellem ca. 4 1/2 og 6. Denne er her sat i vejret for også at kunne presse en tilsvarende følsomhed ind i forbindelse med udlånsrenten, men således at effekten på rentemarginalen svarer til JJ og NLP's. Specifikationen af relationerne indebærer i øvrigt, at et udlånsloft ikke påvirker indlånsrenten (udover gennem påvirkningen af obligationsrenten), hvorimod et udlånsloft virker direkte positivt på udlånsrenten.

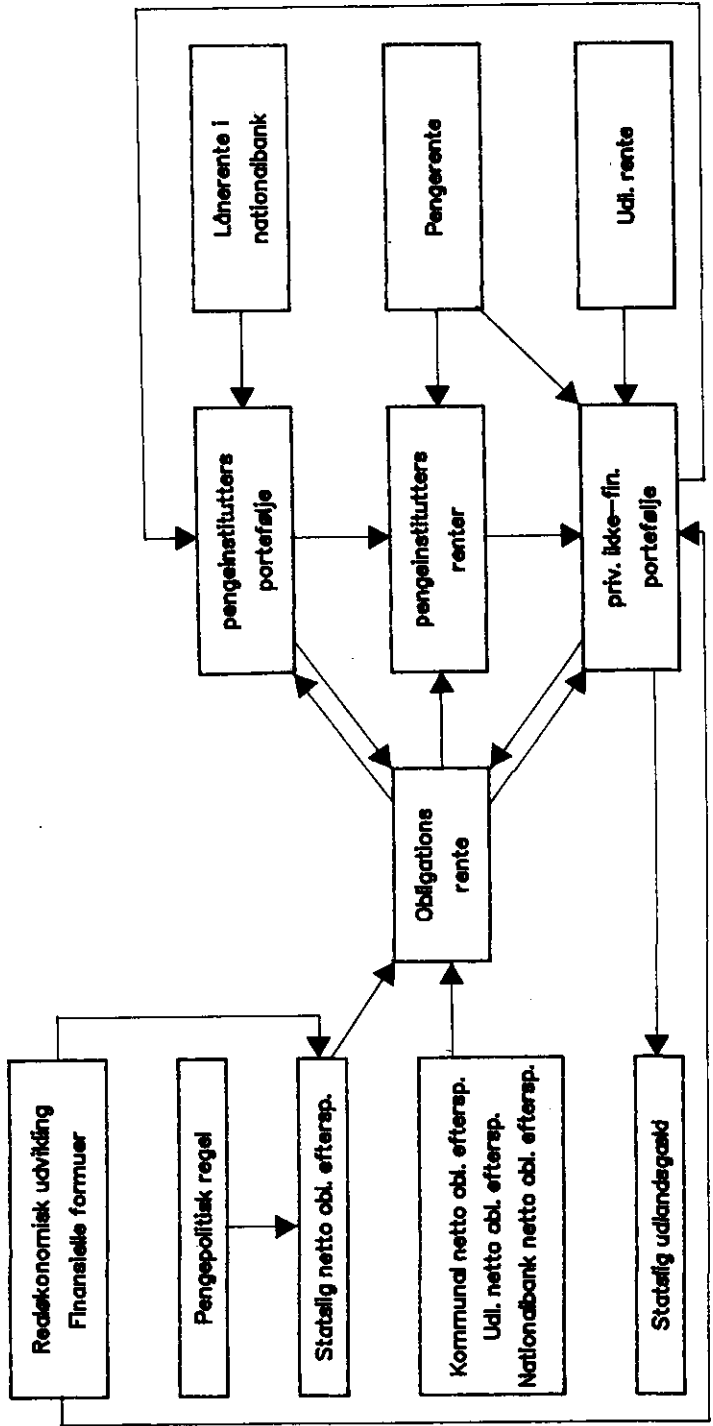
Hovedsammenhænge på de finansielle markeder

Med obligationsrenten som den eneste egentligt markedsbestemte rente bliver hovedtrækkene i sammenhænge på de finansielle markeder i den anvendte beregningsmodel som anført i figur 5.4. Det fremgår, at obligationsmarkedet er centralt placeret i de finansielle sammenhænge. Obligationsrenten påvirkes udover af den exogent fastlagte nettoefterspørgsel fra udland, kommuner og nationalbank af nettoefterspørgslen fra staten, pengeinstitutterne og den private ikke-finansielle sektor. Statens nettoefterspørgsel afhænger af den førte pengepolitik. Hvis målet er at sikre en bestemt privat kapitalimport, bliver den statslige nettoefterspørgsel bestemt af hensynet til at påvirke obligationsrenten tilskrækkeligt, til at den private sektor optager den ønskede mængde udlandslån. Omvendt kan pengepolitikens indhold også være, at statens obligationsefterspørgsel bestemmes af udviklingen på statsfinanserne eller er eksogen. I disse tilfælde bestemmes den statslige udlandsgæld og dermed den offentlige kapitalimport af udviklingen i udlandsgælden og af renteutviklingen via dens påvirkning af den private sektors udlandsgæld. Pengeinstitutternes og den private ikke-finansielle sektors obligationsefter spørgsel er beskevet ovenfor (på figuren indgår de i kasserne for de tilsvarende sektorers portefølje).

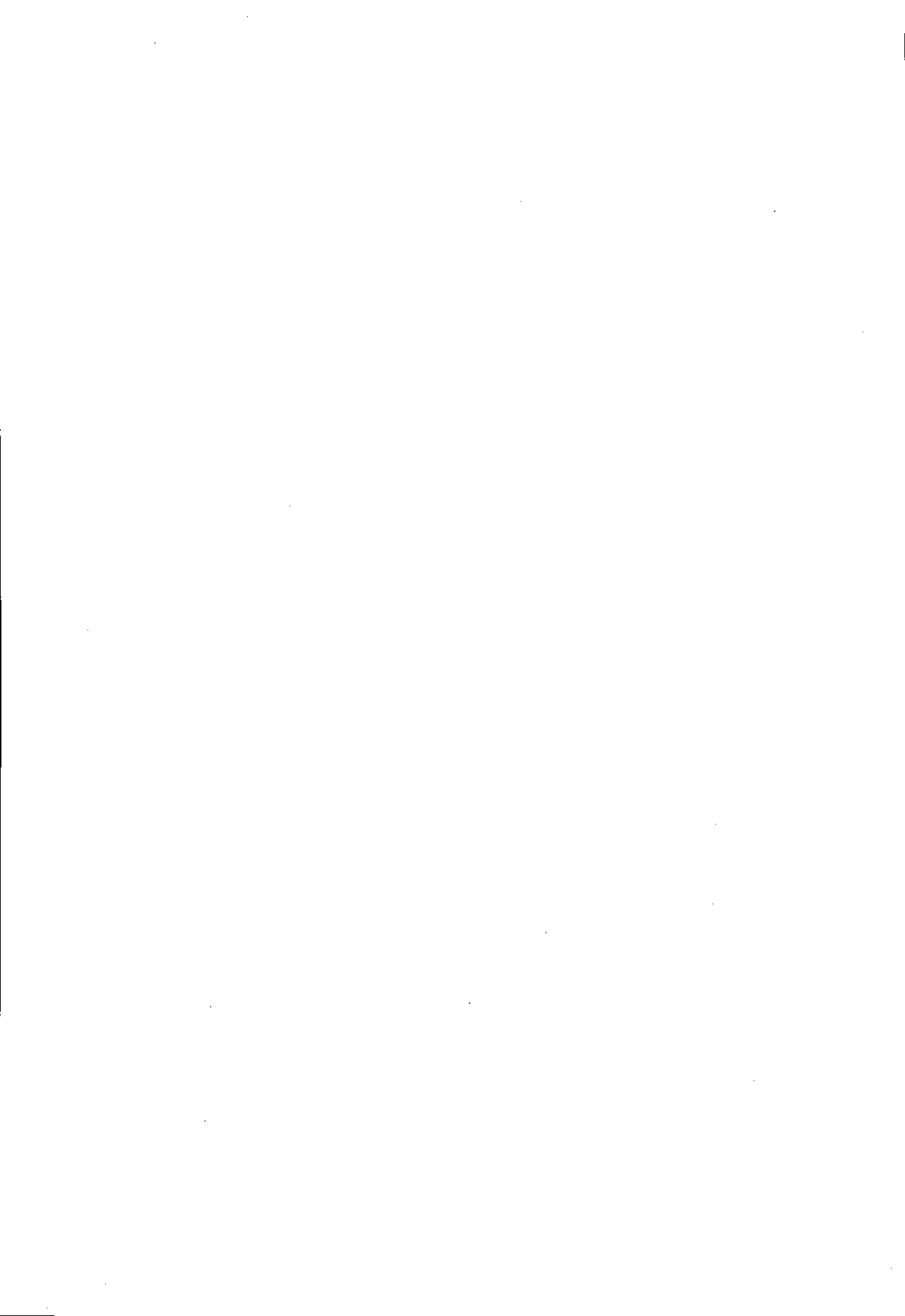
Obligationsrenten påvirker pengeinstitutternes rentesatser og får dermed også en indirekte effekt på den private ikke-finansielle sektors porteføljesammensætning, hvilket igen påvirker pengeinstitutternes portefølje (indlån og udlån og disses afledte effekter på bl.a. obligationsefterspørgsel). Dermed påvirkes pengeinstitutternes likviditetsgrad, hvilket får indflydelse på deres rentesatser.

Som nævnt er det i beregningerne antaget, at den rente som er knyttet til mellemværendet mellem pengeinstitutter og nationalbank følger udviklingen i pengerenten og obligationsrenten. Beregningsteknisk er den altså ikke eksogen, sådan som det fremgår af figuren ("lånerente i nationalbank"). Tilsvarende er pengerenten eller diskontoen i en række af de gennemførte regnestykker antaget at følge udviklingen i obligationrenten omend med mindre udsving.

Bilagfigur 5.4: De væsentligste sammenhænge på de finansielle markeder i beregningsmodellen.







Bilag 6

Supplerende beregninger og resultater

1. I dette bilag er samlet en række beregningsresultater, der udbygger redegørelsens kapitel VI.

Af tabel 6.1-6.3 (som supplerer tabel VI.4 i kapitel VI) fremgår effekterne af mindre gunstige antagelser vedrørende de tre faktorer - udlandsrenten, den indenlandske pengemarkedsrente og statsgældspolitikken - der antages at bidrage til overskudsforløbets fald i obligationsrenten.

De tre rentepåvirkende faktorer er ændret som følger:

1) Den udenlandske rente er 1 procentpoint højere i perioden 1986-90 end i overskudsforløbet (11 pct. i 1986 i stedet for 10 pct. og 8 pct. i 1990 i stedet for 7 pct.).

2) Pengemarkedsrenten er 1 procentpoint højere i perioden 1986-90 end i overskudsforløbet (8 pct. i 1986 i stedet for 7 pct. og 5 pct. i 1990 i stedet for 4 pct.).

3) Statens obligationsudbud øges svarende til en forøgelse af statens obligationsgæld på 5 pct. i forhold til overskudsforløbet i hvert af årene 1986-90 (en stramning af statsgældspolitikken).

Hvert af de tre regnestykker er gennemført under antagelse af dels en normal og dels en høj (fordoblet) rentefølsomhed i den private ikke-finansielle sektors substitution mellem inden- og udenlandske lån. For at illustrere betydningen af samspillet mellem den finansielle og den reale del af økonomien er beregningerne gennemført både med og uden ind-

dragelse af samspillet med de reale markeder i analysen.¹¹²⁾

Alle beregninger er gennemført under antagelse af, at real-lønnen og de reale transfereringssatser er upåvirkede af rentændringerne og de heraf afledte prisændringer.

2. I tabel 6.1 er angivet, hvorledes den indenlandske økonomi påvirkes i en situation, hvor faldet i det internationale renteniveau er mindre udtalt end i overskudsforløbet.¹¹³⁾

Når den finansielle sektor betragtes isoleret (søjlerne 1 og 2), betyder en forøget udenlandsk rente også en kraftig stigning i det danske renteniveau - i tabellen eksemplificeret ved obligations- og banklånerenten. Denne rentestigning er specielt udtalt, når den private sektors formuevalg er meget følsomt over for renteutviklingen. Baggrunden for stigningen i det indenlandske renteniveau - der i sidstnævnte tilfælde bliver af næsten samme størrelsesorden som den udenlandske rentestigning - fremgår af de næste linier i tabellen. I et forsøg på at undgå de nu dyrere udenlandske lån omlægges den private sektors portefølje, således at mellemværendet med pengeinstitutterne forringes (indskuddene nedbringes og lånene i pengeinstitutterne forøges). Dette må bl.a. ses i sammenhæng med, at pengeinstitutternes rentesatser ændrer sig mindre end obligationsrenten, idet fastlæggelsen af disse antages at have et vist institutionelt islæt gennem en binding til pengemarkedsrenten. Pengeinstitutternes rentesatser er i beregningerne dog antaget i højere grad at følge de markedsbestemte satser i udlandet og på obligationsmarkedet, end tilfældet ville have været, hvis man alene tog hensyn til den historisk iagttagne adfærd. En yderligere tendens til mere markedsbestemte rentesatser i pengeinstitutterne vil medføre - sammenlignet med tabellens resultater -, at den private sektor i ringere omfang ændrer sin nettostilling i forhold til pengeinstitutterne; samtidigt vil den redu-

112. En beregning uden realøkonomisk gennemslag svarer til, at beregningsmodellen alene omfatter venstre del af figur VI.3, hvor alle reale størrelser (efterspørgslens omfang og sammensætning; sektorenes formueposition) er upåvirkede af forskydningerne på de finansielle markeder. Resultaterne angiver altså i dette tilfælde de rene formuesammensætnings- eller porteføljeeffekter.

113. Der er tale om et uniformt udenlandsk rentefald, som efterlader den udenlandske rentestruktur uændret.

Bilagstabel 6.1: Effekterne af en stigning i det udenlandske renteniveau på 1 pct. point 1986-90 i forhold til
overskudsforløbet

	Niveau i over- skudsforløb	Uden realøkonomisk gennemslag		Med realøkonomisk gennemslag	
		Normal renteføl- somhed	Høj renteføl- somhed	Normal rente- følsomhed	Høj renteføl- somhed
	pct.	(1)	(2)	(3)	(4)
Obligationsrente, 1990	7.5	.75	.92	.36	.59
Banklånerente, 1990	6.8	.42	.52	.21	.34
Andel af privat ikke-finansiel sektors balance for:					
Udvalgte aktiver					
Primer pengemængde	3.7	-.07	-.10	.10	.12
Indlån i pengeinstitutter	42.4	-.15	-.12	-.03	.08
Obligationsbeholdning	49.7	.21	.21	-.07	-.21
Udvalgte passiver					
Lån i pengeinstitutter	27.1	.58	.90	.49	.91
Obligationsgæld	53.5	.01	-.09	-.24	-.47
Lån i udlandet	10.5	-.61	-.83	-1.09	-1.64
Finansiel nettoformue	3.8	.01	.01	.82	1.19
Årligt gennemsnit 1986-90 mia.kr., 1980-priser					
Privat forbrug				-.08	-.07
Boligbyggeri	21			-2.24	-3.26
Private erhvervsinvest.	48			-1.30	-1.65
Eksport	173			.00	.00
Import	151			-.30	-.39
BNP	447			-.20	-.25
Årlig gns. vækstrate 1986-90 for	- pct. -				
Timeproduktivitet, byerhverv	2.9			-.04	-.05
Bytteforhold	-0.4			-.00	-.00
Forbrugerprisindeks	2.6			.09	.11
Disp. reallønindkomst, fuldtids- besk. lønmodtager	0.6			-.02	-.02
Akkumuleret størrelse 1986-90	- abs.størrelse -				
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	92			-2.8	-3.5
Arbejdsløshed, 1000 mandår	1317			4.5	6.2
Opsparingsoverskud i privat sektor, mia.kr.	11			7.4	10.8
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	-13			-17.3	-19.3
Betalingsbalancesaldo, mia. kr.	-3			-9.9	-8.5
Udlandsgæld, 1990, mia. kr.	218			9.8	8.4
heraf offentlig	124			19.9	23.6
heraf privat	94			-10.1	-15.2

cere sin nettoefterspørgsel efter obligationer, hvorfor virkningen på obligationsrenten ikke kan forventes ændret væsentligt. Forringelsen af den ikke-finansielle sektors mellemværende med pengeinstitutterne presser disse til at skaffe likviditet gennem afhændelse af obligationer og gennem øget lånoptagelse i nationalbanken. Pengeinstitutternes salg af obligationer lægger et opadgående pres på obligationsrenten, som stiger ganske kraftigt trods øget nettoefterspørgsel fra den private ikke-finansielle sektor.

Tabellens to sidste kolonner viser effekterne af at lade de ovenstående beskrevne tendenser på de finansielle markeder slå igennem på de reale markeder, hvorfra der så igen udgår påvirkninger af de finansielle markeder.¹¹⁴⁾ Afdæmpningen af stigningen i obligationsrenten skyldes dels de ændringer i sektorernes finansielle formuepositioner, som følger af den reducerede indenlandske aktivitet, dels forskydningerne i efterspørgsels omfang og sammensætning.

Investeringstilbageslaget - den reducerede efterspørgsel efter reale aktiver - øger den private sektors opsparingsoverskud og dermed dens finansielle nettoformue. Det medfører, at sektoren i øget omfang efterspørger finansielle aktiver og i mindre grad udbyder finansielle passiver. Hertil kommer, at det reducerede boligbyggeri og i et mindre omfang også faldet i erhvervsinvesteringerne i sig selv mindsker obligationsudbudet fra den private sektor.

Det fremgår, at ændringer i det udenlandske renteniveau har ganske kraftige virkninger på det indenlandske renteniveau (og -struktur), og at styrken i denne sammenhæng varierer mærkbart med graden af kapitalmobilitet. Det er dog bemærkelsesværdigt, at selv i en situation med meget høj rentefølsomhed i den private sektors formuepositioner medfører de realøkonomiske reaktioner og disses tilbagevirkning på de finansielle markeder en betydelig afsvækkelse af udenlandske rentebevægelser gennemslag på de inden-

114. Konkurrenceanen og dermed eksporten antages upåvirket. Det er antaget, at den forøgelse af lønstigningstakten, som ved antagelsen om uændret real løn følger af rentestigningens effekter på prisniveauet, bliver afbalanceret af, at den indenlandske rentestigning er mindre end den udenlandske.

landske rentesatser, hvor porteføljeadfærden isoleret betragtet skulle tilsige et næsten fuldstændigt gennemslag.

3. Tabel 6.2 angiver effekterne af en forøgelse af pengemarkedsrenten med 1 procentpoint. Betragtes i første omgang de isolerede effekter på de finansielle markeder (søjle 1 og 2), fremgår det, at effekterne på obligationsrenten er størst i tilfældet med 'normale' rentefølsomheder i den private sektors valg mellem inden- og udenlandske lån, mens sammensætningen af den private sektors formue ændres kraftigst ved høje rentefølsomheder.

Omlægningen af mellemværendet mellem den private sektor og pengeinstitutterne er i begge tilfælde især en reaktion på stigningen i pengeinstitutternes rentesatser, som antages i et vist omfang at følge pengemarkedsrentens bevægelser. Den private ikke-finansielle sektor dækker i stedet sit kreditbehov gennem reduktion af sin obligationsbeholdning (øget nettoudbud) og (især) en forøgelse af udlandslåntagningen. Pengeinstitutternes reaktion på den overskydende likviditet, som stigende indlån og faldende udlån medfører, består bl.a. i en øget obligationsefterspørgsel, som i tilfældet med høj rentefølsomhed er så kraftig, at effekten på obligationsrenten af det øgede nettoobligationsudbud fra den private ikke-finansielle sektor bliver neutraliseret. Med en høj kapitalmobilitet mellem ind- og udland er obligationsrenten så stærkt bundet til udlandsrenten, at den kun vanskeligt kan påvirkes alene gennem ændringer i pengemarkedsrenten.

De sidste to søjler angiver effekterne, når rente- og porteføljebevægelserne på de finansielle markeder bringes i samspil med de reale markeder. Rentestigningen, som især er stærk for de rentesatser, som indgår ved finansieringen af driftsmiddelinvesteringer, betyder et tilbageslag for erhvervsinvesteringerne.

Når der i tilfældet med store rentefølsomheder bliver tale om en nærmest uændret arbejdsløshed gennem perioden, skyldes dette bl.a. udviklingen i rentestrukturen. Produktions- tabet er i dette tilfælde meget begrænset, idet obligationsrenten er næsten upåvirket af forøgelsen af pengemarkeds-

Bilagstabel 6.2: Effekterne af en forøgelse i pengemarkedsrenten på 1 pct. point 1986-90 i forhold til overskudsforløbet

	Niveau i over- skudsforløb pct.	Uden realøkonomisk gennemslag		Med realøkonomisk gennemslag	
		Normal rente- følsomhed (1)	Høj rente- følsomhed (2)	Normal rente- følsomhed (3)	Høj rente- følsomhed (4)
				- procentpoint -	
Obligationsrente, 1990	7.5	.25	.08	.09	.02
Banklånerente, 1990	6.8	.58	.48	.50	.45
Andel i 1990 af privat ikke-finansiel sektors balance for:					
Udvalgte aktiver					
Primer pengemængde	3.7	.07	.10	.15	.14
Indlån i pengeinstitutter	42.4	.15	.12	.21	.17
Obligationsbeholdning	49.7	-.21	-.21	-.35	-.30
Udvalgte passiver					
Lån i pengeinstitutter	27.1	-.57	-.90	-.60	-.89
Obligationsgæld	53.5	-.01	.08	-.13	.00
Lån i udlandet	10.5	.61	.83	.40	.68
Finansiel nettoformue	3.8	-.01	-.01	.34	.22
Årligt gennemsnit 1986-90 mia.kr., 1980-priser				- procent -	
Privat forbrug	238			-.06	-.07
Boligbyggeri	21			-.53	-.19
Private erhvervsinvest.	48			-.65	-.50
Eksport	173			-.10	-.08
Import	151			-.21	-.18
BNP	447			-.10	-.08
Årlig gns. vekstrate 1986-90 for - pct -				- procentpoint -	
Tidseffektivitet, byerhverv	2.9			-.03	-.03
Bytteforhold	-0.4			.03	.02
Forbrugerprisindeks	2.6			.05	.04
Disp. reallønindkomst, fuldtids- besk. lønmodtager	0.6			-.01	-.01
Akkumuleret størrelse 1986-90 - abs. størrelse -				- absolut ændring -	
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	92			-1.4	-1.1
Arbejdsløshed, 1000 mandår	1317			1.2	.4
Opsparingsoverskud i privat sektor, mia.kr.	11			3.3	2.1
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	-13			-.5	.2
Betalingsbalancesaldo, mia.kr.	-3			2.7	2.3
Udlandsgæld, 1990, mia.kr.	218			-2.7	-2.3
heraf offentlig	124			-6.7	-8.7
heraf privat	94			4.0	6.4

renten. Samtidig er den negative effekt på produktiviteten af forskydningen i forholdet mellem omkostningerne ved anvendelse af kapital og arbejdskraft (substitutionseffekten) af samme størrelsesorden som i tilfældet med normale rentefølsomheder. Det skyldes, at kapitalomkostningerne ved anvendelse af driftsmidler antages i højere grad at være påvirket af lånerenten i pengeinstitutterne end af obligationsrenten.

Når den private sektors opsparingsoverskud påvirkes mest i tilfældet med normale følsomheder, kan dette dels henføres til det kraftigere investeringstilbageslag i denne situation og dels til de øgede rentebetalinger fra den offentlige sektor, som er en følge af den forøgede obligationsrente. Det kraftigere investeringstilbageslag forklarer også, hvorfor betalingsbalancen forbedres mest i dette tilfælde.

4. I tabel 6.3 er angivet effekterne af en strammere statsgældspolitik.

Når de finansielle markeder betragtes i isolation fremkommer en stærk effekt på obligationsrenten - kraftigst i det tilfælde, hvor den private sektors formuesammensætning er mindst rentefølsom, og hvor tendensen til at "flygte" fra den høje rente gennem øget udlandslåntagning derfor er svagest. Porteføljeforskydningerne mellem de indenlandske fordringer afspejler den vridning af rentestrukturen, som følger af, at pengeinstitutternes rentesatser kun delvist følger med obligationsrenten op.

Inddrages de reale markeder i analysen reduceres renteeffekterne noget. Den private sektors nettoopsparing styrkes af den højere rente; dette skyldes for en dels vedkommende de stigende renteindtægter fra den offentlige sektor og for en dels vedkommende det af rentestigningen fremkaldte fald i investeringsaktiviteten. Den private sektors nettoefterspørgsel efter obligationer stiger som en følge af den øgede nettoopsparing, men ikke nok til at opveje det øgede salg af statspapirer. Ved en sammenligning med effekterne af en højere pengemarkedsrente fremgår, at den strammere statsgældspolitik har en forholdsvis kraftigere negativ virkning på den indenlandske aktivitet. Forholdet mellem merar-

Bilagstabel 6.3: Effekterne af en forøgelse af statens obligationsgæld med 5 pct. i hvert af årene 1986-90 i forhold til overskudsforløbet

	Niveau i over- skudsforløb	Uden realøkonomisk gennemslag		Med realøkonomisk gennemslag	
		Normal rente- fålsomhed	Høj rente- fålsomhed	Normal rente- fålsomhed	Høj rente- fålsomhed
	pct.	(1)	(2)	(3)	(4)
			- procentpoint -		
Obligationsrente, 1990	7.5	1.66	.96	.81	.60
Banklånerente, 1990	6.8	.83	.47	.39	.28
Andel af privat ikke-finansiell sektors balance for:					
Udvalgte aktiver					
Primer pengemængde	3.7	-.17	-.12	.17	.11
Indlån i pengeinstitutter	42.4	-.50	-.64	-.25	-.42
Obligationsbeholdning	49.7	.71	.81	.12	.36
Udvalgte passiver					
Lån i pengeinstitutter	27.1	-.30	-.69	-.46	-.67
Obligationsgæld	53.5	-1.16	-1.04	-1.68	-1.45
Lån i udlandet	10.5	1.54	1.83	.53	.97
Finansiell nettoformue	3.8	-.03	-.05	1.66	1.21
Årligt gennemsnit 1986-90	via.kr.1980-priser		- procent -		
Privat forbrug	238			.13	.10
Boligbyggeri	21			-4.63	-3.19
Private erhvervsinvest.	48			-1.86	-1.41
Eksport	173			-.22	-.14
Import	151			-.47	-.36
BNP	447			-.28	-.19
Årlig gns. vækstrate 1986-90 for	- pct. -			- procentpoint -	
Timeproduktivitet, byerhverv	2.9			.01	.05
Bytteforhold	-0.4			.05	.03
Forbrugerprisindeks	2.6			.09	.06
Disp. reallønindkomst, fuldtidsbesk. lønmodtager	0.6			-.03	-.02
Akkumuleret størrelse 1986-90	- abs.størrelse -			- absolut ændring -	
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	92			-3.9	-3.0
Arbejdsløshed, 1000 mandår	1317			16.2	16.5
Opsparingsoverskud i privat sektor, mia.kr.	11			15.7	11.5
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	-13			-9.3	-6.7
Betalingsbalancesaldo, mia.kr.	-3			6.4	4.9
Udlandsgæld, 1990, mia.kr.	218			-6.2	-4.8
heraf offentlig	124			-12.1	-14.9
heraf privat	94			5.9	10.1

bejdsløshed og betalingsbalanceforbedring er i tilfældet med normale rentefølsomheder i tabel 6.2 gunstigere end i tabel 6.3: I første tilfælde er en reduktion af udlandsgælden i 1990 på 10 mia.kr. ledsaget af en stigning i ledigheden på i gennemsnit 900 fuldstidspersoner; i tilfældet med strammere statsgældspolitik vil den samme reduktion af udlandsgælden resultere i gennemsnitligt 5.000 ekstra ledige. Det skyldes, at en højere obligationsrente især reducerer boligbyggeri og anlægsinvesteringer, som har et højere indhold af indenlandsk produktion end de importtunge driftsmiddelinvesteringer, som i mindre grad varierer med obligationsrenten end med banklånerenten.

5. I tabel 6.4 er vist effekterne af en lempelse af statsgældspolitikken - et mindre statsligt obligationsudbud - som netop er tilstrækkeligt til at reducere obligationsrenten med 1/10.

Hvis de finansielle markeder betragtes isoleret, fremgår det, at det indenlandske rentefald medfører en kraftig portefølje-omlægning væk fra udlandslån og over til indenlandske kreditkilder. Det lidt mindre fald i pengeinstitutternes rentesatser end i obligationsrenten reducerer den relative fordelagtighed af obligationsbesiddelse sammenlignet med indskud i pengeinstitutterne.

Tabellens to sidste søjler angiver effekterne, når samspillet mellem de reale og finansielle markeder tages i betragtning. Den anderledes porteføljeforskydning sammenlignet med søjle 1 og 2 skyldes dels den private sektors mindre finansielle nettoformue (rentefaldet udløser et investeringsopsving, der øger sektorens opsparingsunderskud) og påvirkninger af kreditefterspørgslen fra ændringerne i den reale efterspørgsels sammensætning. Det øgede boligbyggeri medfører et øget udbud af obligationer; de større erhvervsinvesteringer øger efterspørgslen efter lån i pengeinstitutterne og efter udlanslån, hvilket dæmper den private sektors renteinducerede omlægning væk fra udlandslån. Det indenlandske aktivitetsopsving giver en større importstigning end den eksportfremgang, der er en følge af den bedre omkostningskonkurrenceevne; resultatet er en forværring af betalingsbalancen, der for perioden som helhed løber op i godt

Bilagstabel 6.4: Effekterne af en reduktion i obligationsrenten med 1/10 i perioden 1986-95 gennem ekspansiv statsgældspolitik i forhold til overskudsforløbet

	Niveau i overskudsforløbet	Uden realøkonomisk gennemslag		Med realøkonomisk gennemslag	
		pct.	Normal rentefølsomhed	Høj rentefølsomhed	Normal rentefølsomhed
		(1)	(2)	(3)	(4)
Obligationsrente, 1995	7.5	-.75	-	-.75	-.75
Banklånerente, 1995	6.8	-.64	-.62	-.62	-.62
Andel af privat ikke-finansiell sektors balance for:					
Udvalgte aktiver					
Primær pengemængde	3.7	.02	.03	-.23	-.22
Indlån i pengeinstitutter	46.1	.11	.43	.18	.50
Obligationsbeholdning	45.7	-.16	-.51	.01	-.35
Udvalgte passiver					
Lån i pengeinstitutter	29.5	.45	1.05	.78	1.38
Obligationsgæld	58.2	.46	.77	1.55	1.86
Lån i udlandet	5.6	-.94	-1.89	-.68	-1.61
Finansiell nettoformue	1.8	.01	.02	-1.70	-1.69
Årligt gennemsnit 1986-95	mia.kr., 1980-priser		- procent -		
Privat forbrug	253			-.04	-.03
Bolligbyggeri	22			2.53	2.56
Private erhvervsinvest.	52			1.62	1.59
Eksport	190			.37	.36
Import	164			.44	.44
BNP	476			.28	.28
Årlig gns. vækstrate 1985-95 for	- pct -		- procentpoint -		
Timeproduktivitets, byerhverv	3.0			.04	.04
Bytteforhold	-0.3			-.03	-.03
Forbrugerprisindeks	2.4			-.06	-.06
Disp. realindkomst, fuldtidsbesk. lønmodtagere	1.2			.01	.01
Akkumuleret størrelse 1986-95	- abs.størrelse -		- absolut ændring -		
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	206			6.5	6.4
Arbejdsløshed, 1000 mandår	2738			-21.8	-22.0
Opsparingsoverskud i privat sektor, mia.kr.	-5			-18.3	-18.2
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	90			5.1	4.8
Betalingsbalancesaldo, mia.kr.	85			-13.2	-13.3
Udlandsgæld, 1995, mia.kr.	130			13.1	13.2
heraf offentlig	80			20.9	31.2
heraf privat	50			-7.8	-18.0

13 mia.kr. Det er antaget, at staten tilrettelægger sin udlandslåntagning, således at valutareserverne er uændrede sammenlignet med grundforløbet. Det implicerer en stigning i den offentlige udlandsgæld på væsentligt mere end betalingsbalanceforværringen i sig selv tilsiger; den private sektors porteføljeomlægning fra udenlandske til indenlandske kreditkilder er så kraftig, at den mere end overdøver den tendens til øget udlandslåntagning, som finansieringskravene fra investeringsopsvinget medfører.

De reale effekter (herunder ændringen i sektorernes indbyrdes formuepositioner) er stort set upåvirkede af graden af kapitalmobilitet, idet transmissionsmekanismen fra de finansielle til de reale markeder næsten alene er antaget at gå via rentesatserne, som her er ændret lige meget i de to eksempler. Graden af kapitalmobilitet har derimod stor betydning for doseringen af den pengepolitiske lempelse og for omfanget af omlægningen af udlandsgælden fra privat til offentligt regi.

6. Beregningerne i tabel 6.4 vedrører en rentenedsættelse i overskudsforløbet; en tilsvarende rentenedsættelse under i øvrigt ens beregningsforudsætninger (uændret realløn, normal rentefølsomhed) i underskudsforløbet er anført i tabel 6.5 (søjle 2).¹¹⁵⁾ En sammenligning viser, at effekterne af en rentenedsættelse ikke er uafhængige af den samfundsøkonomiske situation, hvori den gennemføres; målt på reduktion af ledighed, belastning af betalingsbalancen og forbedring af offentlig budgetsaldo virker en rentenedsættelse gunstigere i underskuds- end i overskudsforløbet.

En del af forskellen i effekter skyldes naturligvis, at den absolute rentenedsættelse er forskellig i de to eksperimenter (i 1990 hhv. 0.75 og 1.10 procentpoint i over- og underskudsforløbet). Det har især betydning for rentebetalingerne mellem sektorerne, hvor det større absolute rentefald ved rentenedsættelsen i underskudsforløbet medfører et forholdsvist større bortfald af rentebetaling fra den offentlige til den private sektor.

115. Denne beregning er den samme som anført i tabel VI.5, søjle 1 i kapitel VI.

Bilagstabel 6.5. Effekt af en statsgældspolitik, som reducerer obligationsrenten med hhv. 1 procentpoint og 1/10 gennem hele perioden 1986-95. Ændring i forhold til underskudsforløbet

	Niveau i underskudsforløb	Renten ned med 1 point	Renten ned med 1/10 ^{a)}
	pct.	(1)	(2)
		- procentpoint -	
Obligationsrente, 1990	11.0	-1.00	-1.10
Obligationsrente, 1995	7.5	-1.00	-0.75
Banklånerente, 1990	10.3	-.83	-.91
Banklånerente, 1995	6.8	-.82	-.61
Udvalgte aktiver			
Primer pengemængde	3.3	-.28	-.25
Indlån i pengeinstitutter	40.0	.13	.05
Obligationsbeholdning	50.1	.10	.16
Udvalgte passiver			
Lån i pengeinstitutter	25.6	.93	.71
Obligationsgæld	52.8	1.78	1.50
Lån i udlandet	13.9	-.87	-.63
Finansiell nettoformue	5.5	-1.89	-1.62
Årligt gennemsnit 1986-95	mia.kr., 1980-priser	- procent -	
Privat forbrug	249	-.2	-.2
Boligbyggeri	21	3.0	2.7
Private erhvervsinvest.	48	2.0	1.9
Eksport	178	.4	.4
Import	157	.4	.4
BNP	461	.3	.2
Årlig gns. vækstrate 1986-95 for	- pct. -	- procentpoint -	
Timeproduktiviteten, byerhverv	2.9	.02	.01
Bytteforhold	-0.6	-.04	-.04
Forbrugerprisindeks	3.1	-.07	-.07
Disp. reallønindkomst, fuldtidsbesk. lønmodtager	1.1	.02	.02
Akkumuleret størrelse 1986-95	- abs. størrelse -	- absolut ændring -	
Private nettoerhvervsinv., mia.kr., 1980-priser	169	7.3	6.8
Arbejdsledighed, 1000 mandår	3270	-43.6	-48.2
Opsparingsoverskud i privat sektor, mia.kr.	45	-24.3	-20.9
Offentlig budgetsaldo, mia.kr.	-191	9.8	8.3
Betalingsbalancesaldo, mia.kr.	-146	-14.5	-12.6
Udlandsgæld, 1995, mia.kr.	361	14.4	-12.5
heraf offentlig	192	27.4	22.3
heraf privat	169	-13.0	-9.8

Ann.: a) Svarer til søjle 1 i tabel VI.5.

Den væsentligste forklaring på forskellen i effekterne er dog, at en række centrale "niveau-størrelser" er forskellige i de to forløb. Den nævnte forskel i reduktion i de offentlige rentebetalinger skyldes især, at den offentlige sektors gæld til den private sektor er væsentligt større i underskudsforløbet end i overskudsforløbet, hvorfor et rentefald - i takt med refinansieringen af den udestående gæld - giver en større reduktion i rentebetalingerne, end hvis det offentlige gæld er forholdsvis lille (som i overskudsforløbet). Derfor bliver reduktionen af privatforbruget (og forbedringen af den offentlige budgetsaldo) større ved rentenedsættelserne i underskuds- end i overskudsforløbet.

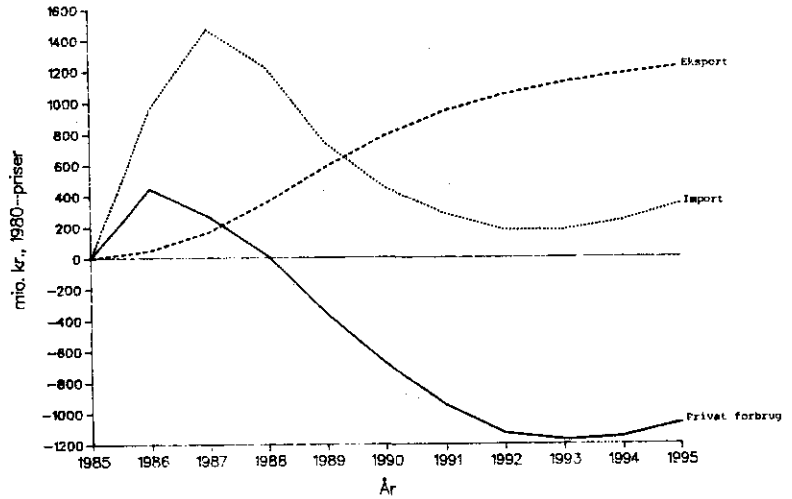
Forskellen i beskæftigelseseffekt (en reduktion i ledigheden på i gennemsnit knap 5.000 personer ved en rentenedsættelse i underskudsforløbet og på godt 2.000 personer i overskudsforløbet) skyldes bl.a. den lidt forskellige effekt på det relativt arbejdskraftintensive boligbyggeri (som reagerer på ændringer i det absolutte realrenteniveau) og især det forskellige produktivetsniveau i de to grundforløb. Arbejdsproduktiviteten er lavere i underskudsforløbet (bl.a. på grund af dets lavere væksthiveau) end i overskudsforløbet; en given produktionsstigning skaber derfor flere ekstra arbejdspladser i underskudsforløbet end i overskudsforløbet.

En mere detaljeret fremstilling af effekterne af en rentenedsættelse på 1/10 (i underskudsforløbet) er givet i tabel 6.6 og figur 6.1; heraf fremgår tidsprofilen ved en sådan rentenedsættelse.

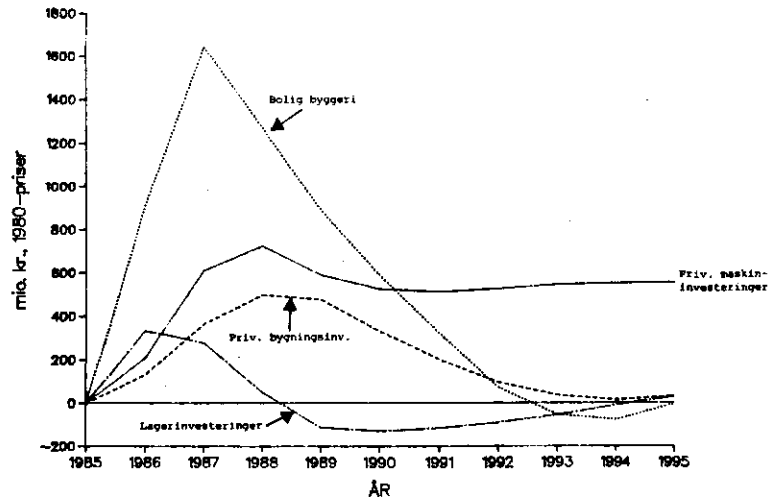
Den umiddelbart kraftige stimulans til erhvervsinvesteringer, boligbyggeri og lageropbygning trækker importen i vejret; effekterne på konkurrenceevnen slår kun gradvist igennem på eksporten. Selvom eksporten i takt med afsvækkelsen af investeringsopsvinget overstiger importen målt i mængder, bliver effekten på vare- og tjenestebalancen beskeden, idet eksportfremgangen er fremkaldt af en reduktion i eksportprisstigningstakten (et bytteforholdstab). Samtidig belastes betalingsbalancesaldoen af rentebetalingerne på den tilvækst i udlandsgælden, den importkrævende kapitalopbygning umiddelbart efter rentefaldet medførte.

Bilags figur 6.1 Effekter af nedsættelser af obligationsrenten med 1/10 1986-95 v.h.a. mere lempelig statsgældspolitik. Uændret realløn. Ændring i forhold til nedenstående forløb.

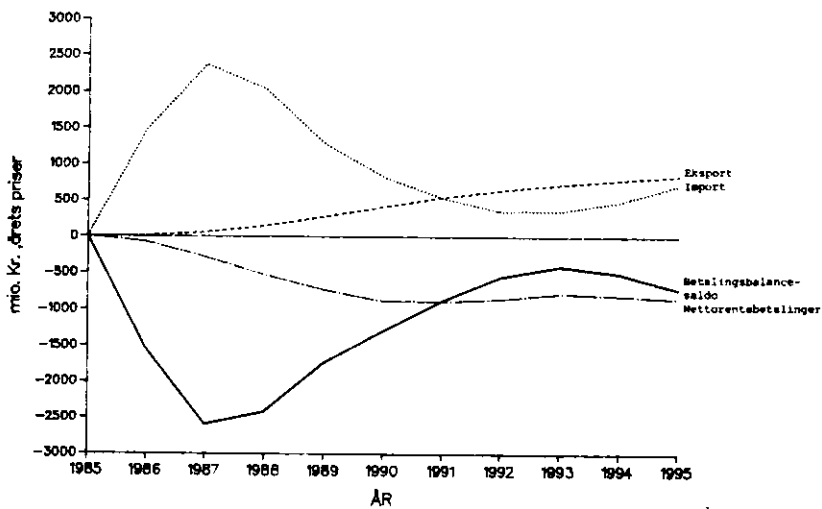
Ændring i privat forbrug, eksport og import.



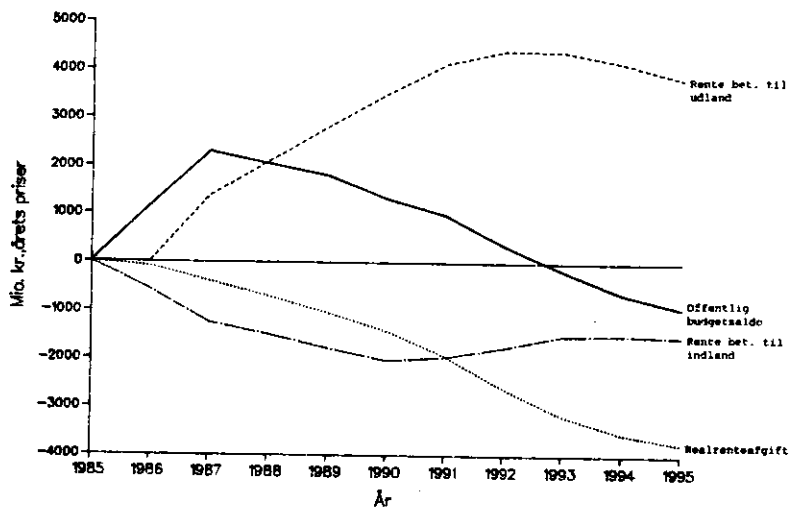
Ændring i investeringerne.



Ændring i betalingsbalancesaldo



Ændring i offentlig budgetsaldo



Den offentlige saldo forbedres af den mindre indenlandske rentebyrde; effekterne heraf modvirkes dog af bortfaldet af provenu fra realrenteafgiften. Hertil kommer, at den offentlige udlandsgæld, og hermed nettorentebetalingerne til udlandet, går i vejret - både på grund af forværringen af betalingsbalancestillingen, som øger landets samlede udlandsgæld, men også fordi omlægningen af den private ikke-finansielle sektors portefølje væk fra udlandslån nødvendiggør en større offentlig låntagning for at holde valutareserverne uændrede. En ændret fordeling af udlandslåntagningen mellem de indenlandske sektorer vil derfor påvirke et rentefalds effekt på sektorbalancerne.

7. De nærmere forskelle mellem en bestemt relativ (en tiendedel) og en bestemt absolut rentenedsættelse (1 procentpoint) i det samme grundforløb (underskudsforløbet) fremgår af tabel 6.5-6.7. Ved en nedsættelse på 1 procentpoint i et forløb, hvor renten er faldende over tid, øges den relative forskel til grundforløbet gradvist; det har især betydning for de private erhvervsinvesteringer, som b.a. afhænger af ændringer i de relative faktorpriser. I eksemplet med en rentenedsættelse på 1/10 kan investeringsopgangen henføres til tre forhold: For det første medfører rentefaldet en permanent engangsforskydning opad af forholdet mellem kapital og arbejdskraft ved virksomhedernes valg af produktionsfaktorsammensætning; for en given produktionsstigning udløses derfor en større efterspørgsel efter kapitalgoder end tidligere. For det andet medfører rentefaldet også på langt sigt en stigning i den samlede produktion, bl.a. på grund af den større eksport. Det kræver - uanset forskydningerne i produktionsfaktorsammensætningen - et større kapitalapparat. Når investeringsniveauet også på længere sigt ligger over grundforløbets, skyldes det herudover de større reinvesteringer, der følger af det større kapitalapparat.

Ved en 1 procentpoints nedsættelse sker der ikke en engangjustering af indsatsforholdet mellem kapital og arbejdskraft; derimod er der i den sidste del af beregningsperioden hvert år en fornyet impuls til omlægning til mere kapitalintensiv produktionsteknik, hvilket fastholder investeringsstigningen på et højere niveau end ved en rentenedsættelse på 1/10.

Bilagstabel 6.7. Detaljerede effekter af en statsgældspolitik, som reducerer obligationsrenten med 1 procentpoint 1986-95. Endringer i forhold til underskudsforløbet. a)

Ændring i:	1986	1987	1988	1989	1990	1995	
Beskæftigelse 1000 fuldtidspers.	2.8	3.6	2.2	5.0	5.2	4.8	
Pct. af arb.styrke	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	
Betalingsbalancesaldo	-1.4	-2.4	-2.2	-1.6	-1.2	-1.5	
Mia.kr.	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	
Pct. af BFI							
Offentlig budgetsaldo	1.1	2.1	1.9	1.7	1.2	-0.3	
Mia.kr.	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	-0.0	
Pct. af BFI							
		- indeks med grundforløb = 100 -					
Privat forbrug b)	100.2	100.1	100.0	99.9	99.7	99.7	
Boliginvesteringer b)	104.1	107.8	106.3	104.5	102.9	101.3	
Maskininvesteringer i private erhverv b)	100.8	102.4	102.8	102.3	102.1	102.3	
Bygningsinvesteringer i private erhverv b)	100.9	102.3	103.2	103.2	102.3	101.4	
Ekspor t b)	100.0	100.1	100.2	100.3	100.4	100.6	
Import b)	100.6	100.9	100.8	100.5	100.3	100.4	
Bruttonationalprodukt b)	100.3	100.4	100.4	100.3	100.2	100.2	
Forbrugerprisindeks	99.9	99.9	99.7	99.6	99.5	99.3	

Ann. a) Under antagelse af fastholdt real løn.

b) Opgjort i 1980-priser.

Bilag 7

Indkomstudvikling og formueforhold for enkeltpersoner

7.1 Indledning

Til brug for en nærmere belysning af de fordelingsmæssige implikationer af den økonomiske politik - i første omgang af pengepolitikken - er der nedenstående tegnet et "økonomisk billede" af forskellige personer, der hver især er forsøgt gjort repræsentative for en større socioøkonomisk gruppe.

Personbeskrivelse ud fra indkomstkilde

De beskrevne personer er defineret ud fra deres primære indkomstkilde, hvilket vil sige deres stilling på arbejdsmarkedet eller som pensionist. Udover at være indkomstmodtagere er personerne blevet tillagt en formuesammensætning i form af finansielle aktiver og passiver samt af fast ejendom og virksomhedskapital.

Formålet med at inddrage formueforholdene er i første omgang blandt andet at beskrive hvorledes renteændringerne påvirker den disponible indkomst hos finansielle debitorer og kreditorer.

Personerne, som beskrives i det efterfølgende, er:

- a) selvstændig i byerhverv
- b) lønarbejder i privat virksomhed
- c) funktionær i privat virksomhed
- d) offentlig ansat
- e) arbejdsløs

f) pensionist

Repræsentanterne er "rene" i den forstand at den selvstændige kun modtager indkomst i form af virksomhedsafkast, lønmodtagerne modtager alene lønindkomst (hele året) og pensionisten kun folkepension. Den arbejdsløse er tilsvarende en fuldtidsarbejdsløs med en indkomst svarende til den maximale dagpengesats. Dog har personerne renteindkomster og -udgifter i forbindelse med deres finansielle aktiver og passiver.

I tabel 7.1 er opstillet en oversigt over de beskrevne personers indkomst- og formueforhold i 1984.

*...i form af
gennemsnits-
betragtning*

Selvom der er tale om valgte eksempler er det ved hjælp af den til rådighed værende statistik forsøgt at tilnærme de enkelte personers indkomst- og formueforhold til et gennemsnit for den socioøkonomiske gruppe de til en vis grad kan siges at repræsentere. Der er for alle personbeskrivelserne tale om gennemsnitlige indkomst- og formueforhold, således som disse kan uddrages af den offentlige statistik. Især for de selvstændige erhvervsdrivende, hvor spredningen i indkomst- og formueforholdene må antages at være størst, vil en illustration ud fra gennemsnitstal øjensynligt kun med rimelighed beskrive en del af gruppen.

*Faktisk
spredning*

I det umiddelbart efterfølgende gives en mere detaljeret beskrivelse af de anvendte kilder samt af beregningsmetoden. Herefter følger en beskrivelse af udviklingen i indkomster og formuer for de enkelte personer.

7.2 En nærmere beskrivelse af beregningsmetoden

Metodebeskrivelsen kan opdeles i to hoveddele: en der beskriver udarbejdelsen af det historiske forløb (1977-1984) og en som beskriver de beregningsmæssige forudsætninger bag en fremskrivning til 1995.

Tabel 7.1: Personlige indkomst- og formueforhold 1984

K.r.:	Selvstændig byerhverv	Lønmodtager		Off. ansat	Fuldtids · Enlig folke- Arbejdsløse pensionist	
		Arbejder	Funktionær		Arbejdsløse	pensionist
Lønindkomst	-	138.600	176.700	166.300	-	-
Renteindkomst	-73.000	-10.000	-14.500	-12.200	-5.500	5.400
Transfereringsindk.	-	-	-	-	104.800	40.300
Overskud af egen virksomhed ¹⁾	378.500	-	-	-	-	-
Finansiell formue	-490.000	-56.600	-83.800	-69.600	-34.100	36.000
Reale aktiver ²⁾	1.351.000	260.900	473.800	371.600	130.400	142.200
Pensionsopsparing ³⁾	199.400	35.000	92.900	70.400	13.300	15.000
Skattepligtig indkomst	254.100	121.700	154.400	146.700	97.600	45.200
Disponibel indkomst ⁴⁾	164.400	78.300	91.400	88.200	62.500	43.900
Skattepligtig formue	861.100	204.300	390.000	302.000	96.300	178.200

1) Ekskl. renter.

2) For selvstændige i erhvervsaktiver og fastejendom; for øvrige i fast ejendom.

3) Akkumuleret opsparing i pensionsordninger.

4) Efter renter.

a. Historisk Indkomsterne generelt

*Hovedkilden
er national-
regnskabet*

Som hovedkilde til den historiske beskrivelse af indkomst-udviklingen er anvendt nationalregnskabsstatistikens opgørelse af faktorindkomsterne fordelt på erhverv (landbrug og byerhverv) og indkomstart (løn og restindkomst). For transfereringsindkomsterne er de gældende love vedrørende den maximale dagpengesats og folkepensionen anvendt.

De selvstændiges faktorindkomst, deres renteudgifter og status

Den andel af de samlede faktorindkomster der tilfalder virksomhedsejere, som aflønning af deres arbejdsindsats samt forrentning af indskudt kapital, beregnes med udgangspunkt i nationalregnskabet's opgørelse af faktorindkomsterne fordelt på erhverv. Disse er brutto-størrelser, dvs. at de inkluderer nedslidningen af kapitalapparatet. Da virksomhedsoverskuddet ikke ønskes at inkludere kapitalapparatets værdiforringelse er der beregnet afskrivninger for landbruget på 2,4 pct. af realaktiverne,¹¹⁶⁾ mens byerhvervenes afskrivninger herefter bestemmes residualt ud fra nationalregnskabsstatistikken.

En del af den således beregnede nettofaktorindkomst tilfalder imidlertid ikke virksomhedsejerne men videregives kreditorerne som forrentning af indskudt fremmedkapital. Renteudgifterne for de selvstændige i byerhvervene fremkommer imidlertid ikke direkte, men er i stedet baseret på de selvstændiges formueforhold ud fra Lars Rhode og Jørgen Elmeskov: "Formuens størrelse, sammensætning og fordeling i Danmark ultimo 1977" (upubliceret notat). Formuetalene i nævnte undersøgelse vedrører alene 1977. Til gengæld kan de opdeles på fast og variabelt forrentede lån og tilgodehavende ligesom de reale erhvervsaktiver og ejendomsformuen er udskilt. Det antages herefter, at de fastforrentede lån er 15-årige annuitetslån mens den variabelt for-

Formueundersøgelse...

116. Baseret på Landbrugsregnskabsstatistikken fra Statens Jordbrugsøkonomiske Institut.

og lånebehov

rentede gælds afdragsperiode er femårig. Ud fra lånebehov og renteniveau gennem de foregående 15 år (dvs. siden 1962) kan ændringerne i den selvstændiges renteudgifter og formueforhold siden 1977 beregnes tilnærmelsesvist. Det samlede lånebehov er bestemt af nyinvesteringerne, afdrag på eksisterende lån samt af virksomhedsejernes egen opsparing. Denne metode til bestemmelse af virksomhedernes renteudgifter og formueforhold benyttes også i fremskrivningerne.

Ejere og selvstændige: overskuddets fordeling

En del af byerhvervenes virksomhedsoverskud tilfalder imidlertid ejere som ikke indgår i antallet af selvstændige (pensionister, lønmodtagere m.v.). Disses andel af byerhvervenes restindkomst er beregnet til 40 pct. Den resterende del af virksomhedsoverskuddet (efter forrentning af fremmedkapital) fordeles herefter mellem antallet af selvstændige i byerhverv.

Realaktiverne i form af fast ejendom er beregnet ud fra formueopgørelsen fra 1977 reguleret med udviklingen i de offentlige ejendomsvurderinger.

Lønmodtagernes indkomster og finansielle formue

Lønmodtagernes arbejdsindkomst fremkommer direkte som lønsummen i nationalregnskabet (ekskl. såvel arbejdsgivernes som medarbejdernes bidrag til ATP, arbejdsløhedskasse m.v.) divideret med antallet (af hhv. arbejdere, funktionærer og offentligt ansatte).

Implicit beregnede formuetal for lønmodtagerne...

Lønmodtagernes renteindtægter og -udgifter er hentet fra den senest offentliggjorte selvangivelsesundersøgelse (for skatteåret 1982) og deres finansielle formue er beregnet implicit herud fra v.h.a. rentesatserne.

Transfereringsmodtagernes indkomster og finansielle formuer

*...og for
transfererings-
modtagerne*

Den fuldtidsarbejdsløse modtager som nævnt den maximale dagpengesats (ekskl. bidrag til arbejdsløshedskasse), mens der for pensionisten er anvendt de gældende regler for pensionsudbetalinger til en enlig folkepensionist (grundbeløb plus pensionstillæg). Med hensyn til pensionistens formue og renteindtægter er disse beregnet ud fra selvangivelsesundersøgelsen på samme måde som for lønmodtagerene.

De reale formuer

De reale formuer består af ejendomsværdier og af virksomhedsformuer.

*Virksomheds-
formue*

Som tidligere nævnt modtager kun de selvstændige virksomhedsafkast. I overensstemmelse hermed optræder virksomhedsformuer også kun hos de selvstændige. De øvrige (lønmodtagerne og transfereringsmodtagerne) har af realaktiver kun fast ejendom. Værdien af denne er baseret på Lars Rhode og Jørgen Elmeskov (1977), og fremskrevet med udviklingen i ejendomspriserne, i overensstemmelse med de offentlige ejendomsvurderinger.

De offentlige indkomstmodtageres formueforhold

Medens der ved hjælp af den tilgængelige statistik kan gives et nogenlunde dækkende billede af såvel de offentligt ansatte som transfereringsmodtagernes gennemsnitlige indkomstudvikling stiller sagen sig anderledes med hensyn til deres formueforhold. Dette gælder især offentligt ansatte og modtagere af arbejdsløshedsdagpenge, mens pensionisten er beskrevet i skattestatistikken m.v.

Ud fra sammensætningen af ansatte i den offentlige sektor er formue- og renteforholdene for den offentligt ansatte sat til et gennemsnit af privat ansatte funktionærer og arbejdere i forholdet 60-40. Den fuldtidsarbejdsløses aktiver og passiver (og hermed renteudgifter- og indtægter) er skønsmæssigt sat til at udgøre halvdelen af en lønarbejders.

Formuerne til kontantværdier

Kontantværdier

Det skal bemærkes, at der i formueopgørelsen er tale om kontantværdier mht. såvel den faste ejendom som den finansielle formue. For den finansielle formue betyder dette, at der gennem en periode med et faldende renteniveau sker en opskrivning af den fastforrentede gæld og af de fastforrentede tilgodehavender. For personer med fastforrentet nettogæld betyder dette et fald i deres (skattepligtige) formue. Det skal endeligt bemærkes, at når samtlige personer, bortset fra pensionisten, jfr. skattestatistikken, har en personlig finansiell nettogæld modsvares dette af aktiver i pensionskasser, fonde m.v.

Skatteberegninger

Den disponible indkomst fremkommer ved at reducere indkomsterne med den personlige indkomstskat. Der er derimod ikke foretaget fradrag for hverken de betalte ejendoms- eller formueskatter.

De gældende skatteregler

Beregningerne af den personlige indkomstskat bygger på de gældende regler for skatteprocenter, skalatrin, afskrivninger m.v. Personerne er skønsmæssigt givet et ligningsmæssigt fradrag (udover renteudgifterne) på fra 500 kr. (folkepensionisten) til 8200 kr. (den selvstændige). Som gennemsnit rammer de højeste indkomstgrupper ikke skatteloftet på marginalt 73 pct. (excl. kirkeskat), hvilket skyldes, at den gennemsnitlige amts- og primærkommunale skatteprocent incl. kirkeskat er under 28.7 pct. (1984). Der sker derfor ikke noget fradrag i skattebetalingerne som følge af reglerne om skatteloft selvom nogle skatteydere i kommuner med højere skatteprocenter end 28.7 pct. vil få et afslag i skatten på dette grundlag. Heller ikke skattelovgivningens andet skatteloft - hvorefter den gennemsnitlig skatteprocent (inkl. formueskat) ikke må overstige 78 pct. (1984) - aktualiseres i beregningerne.

Eftersom der er tale om en beskrivelse af enkeltpersoner, er det ikke muligt i forbindelse med skatteberegningen at få

*Al indkomst
til personlig
beskatning*

overført et uudnyttet personfradrag eller underskud fra ægtefællen og ej heller at modtage børnetilskud. For de selvstændige kan der imidlertid godt være tale om at flere familiemedlemmer har indtjent indkomsten selvom indkomsten skattemæssigt er henført til en person. Slutteligt skal det fremhæves, at den nævnte metode til beregning af indkomstskatter for restindkomstmodtagerne medfører, at al indkomst beskattes som personlig indkomst, selvom en del heraf i praksis er underlagt reglerne for selskabsbeskatning.

b. Fremskrivninger

*Baseret på
SMEC-kørsler*

Grundlaget for en fremskrivning af de enkelte personers indkomster og formuer er snævert knyttet til resultaterne af fremskrivninger med den samfundsøkonomiske beregningsmodel SMEC. Sammenhængen er envejs, idet der udelukkende er tale om at anvende SMEC's resultater i den efterkoblede "mikro-model". Denne "eftermodel" påvirker således ikke i sig selv SMEC's beregningsresultater. Resultaterne fra SMEC-beregningerne påvirker derimod indkomster såvel som formueforhold.

Restindkomsterne

For faktorindkomsternes vedkommende fremskrives restindkomsten i byerhverv med udviklingen i byerhvervenes nettofaktorindkomst multipliceret med udviklingen i restindkomstknoten. Byerhvervenes nettofaktorindkomster i løbende priser er beregnet som nettofaktorindkomsten i faste priser multipliceret med prisindexet for industrieksporten.

Lønindkomsterne

Lønindkomsterne fremskrives med den antagne vækstrate i timelønnen og en trendmæssig reduktion i arbejdstiden (hvis andet ikke indgår i overenskomsten på arbejdsmarkedet).

Transfereringsindkomsterne

Transfereringsindkomsterne følger i fremskrivningerne årlønnen for en fuldtidsbeskæftiget lønmodtager i de private byerhverv, dog er reguleringen af arbejdsløshedsunderstøttelsen sat ud af jfr. lovgivningen herom.

Opsparingen

Det er i beregningerne forudsat, at løn- og transferingsmodtagere opsparer mellem 0 og 13 pct. af deres disponible indkomst fordelt på faste og variable låneformer samt på ord-

ningsopsparing til pensionsformål.

Den selvstændiges opsparingskvote er derimod afhængig af vækstraten i indkomsterne. Således opsøres 50 pct. af et enkelt års overgennemsnitlige vækst i den disponible indkomst, samtidigt med at den langsigtede, gennemsnitlige opsparingskvote (opsparingskvoten ved stabil vækst) ligger på ca. 20 pct. af indkomsten. Dette svarer til et marginalt forbrug på 50 øre af hver ekstra indtjent krone efter skat stigende til ca. 80 øre over tiden såfremt indkomstvæksten opretholdes.

Opsparingen bestemmer - sammen med finansiering af nyinvesteringerne og de forfaldne afdrag - de selvstændiges lånebehov efter formlen: nye lån = investeringer + afdrag - opsparing. De nyoptagne lån deles mellem fast forrentede lån med en løbetid på 15 år og variabelt forrentede lån med en løbetid på fem år, svarende til forholdet mellem bygningsinvesteringer og materielle investeringer. Investeringsudviklingen og renteniveauet bestemmes i hovedmodellen (SMEC).¹¹⁷⁾

Større finansiel gæld for den selvstændige samt stigende realaktiver...

Den finansielle formue vil for de selvstændige typisk være negativ med en tendens til større og større gæld, hvilket skyldes at nyinvesteringerne delvis fremmedfinansieres. Samtidigt stiger realaktiverne dels med nettoinvesteringerne dels som følge af en indlagt opskrivning af ejendomsværdierne svarende til prisstigningstakten plus halvdelen af produktivitetstigningstakten.

...mindre gæld for lønmodtagerne

Mens den finansielle nettogæld øges for den selvstændige er der for lønmodtagerne tale om en faldende finansiell nettogæld som en følge af disse personers opsparing.

Udover den skattepligtige formue har hver af de beskrevne personer del i den samlede ordningsopsparing til pensionsformål. Pensionsformuerne i 1981 er tilgodeskrevet de enkelte personer i forhold til deres pensionsformue i 1977, jfr.

117. Ved beregningen af den historiske udvikling i de selvstændiges kapitalapparat og gældsposter er benyttet den samme fremgangsmåde med en korrektion der sikrer overensstemmelse med det kendte niveau for erhvervsaktiver og virksomhedsgæld i 1977

Lars Rhode og Jørgen Elmeskov (1977). Det er herefter antaget, at indskudene i pensionsordningerne udgør mellem to og fem procent af indkomsten; højest for funktionæren og den selvstændige i byerhverv - lavest for arbejderens. Pensionisten og den arbejdsløse antages ikke at skyde penge i pensionsordninger.

Den forrentning der finder sted i pensionsordningerne tilskrives beholdningen. Forrentningsprocenten (efter realrenteafgift) bestemmes i SMEC.

De nuværende skatteregler benyttes også i fremskrivningen

Skatteberegningerne i fremskrivningen er foretaget på grundlag af de eksisterende skatteregler, idet det indgåede forlig om en skattereform mellem regeringspartierne, Socialdemokratiet og Det radikale Venstre endnu ikke er udmøntet i lovforslag.

7.3 Indkomst- og formueudviklingen siden 1977

I figurerne 7.1.a og 7.1.b. samt i bilagstabel 7.B. er vist udviklingen i realindkomsten efter skat for de nævnte indkomstmodtagere gennem perioden 1977 til 1984. Figurerne viser udviklingen i den samlede disponible realind, dvs. inklusive renteindtægter/-udgifter og efter skat.

Faldende realindkomster for lønmodtagerne

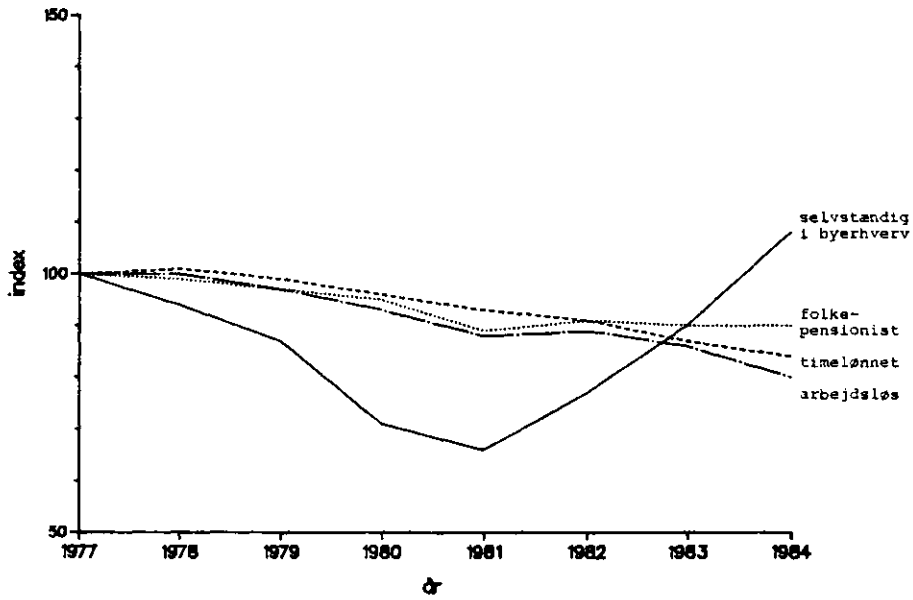
For de fleste af de beskrevne indkomstmodtagere har der gennem perioden været tale om faldende realindkomst efter skat. Således er den reale årsindkomst for arbejdere og funktionærer faldet med omkring 14 pct. -de offentligt ansattes indkomst noget mere og privatansatte funktionærers indkomst lidt mindre. Den enlige pensionists realindkomst er faldet med 10 procent, mens den er faldet med omkring 20 pct. for en fuldtidsarbejdsløs. De selvstændige i byerhvervene har, som gennemsnit, en realindkomst der i 1984 ligger 8 pct. over niveauet fra 1977. Spredningen blandt de selvstændige må dog antages at være væsentligt større end blandt de øvrige indkomstmodtagere.

...stigende for de selvstændige

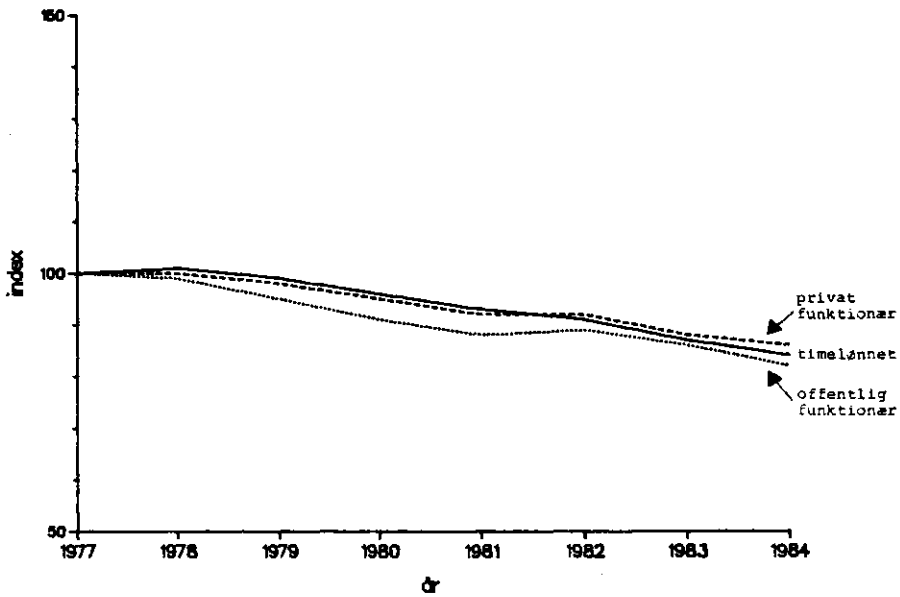
Betydningen af en renteændring

Den indkomstudvikling, som her er beskrevet, er som nævnt ikke alene bestemt af h.h.v. løn-, rest- og transfereringsindkomsterne, men også af udviklingen i de enkelte personers

Bilagfigur 7.1.a: Disponibel realindkomst, 1977-84.



Bilagfigur 7.1.b: Disp. realindkomst lønmodtagere, 1977-84.



renteindtægter og -udgifter. Som følge heraf spiller derfor såvel renteniveau som opsparing og fremmedfinansiering en rolle for den samlede indkomsts størrelse. Renteniveauet har især betydning for den selvstændige i kraft af dennes betydelige finansielle nettogæld, jfr. tabel 7.1. På kort sigt påvirker en renteændring alene renteudgifterne i forbindelse med de variabelt forrentede gældsposter/tilgodehavender - på længere sigt påvirkes også renteudgifterne i forbindelse med den fast forrentede nettoformue.

Den kraftige stigning i renteniveauet fra 1977 til 1982 - hvor årgennemsnittet for den gennemsnitlige obligationsrente steg med godt 4 pct. point - afspejles, sammen med periodens investeringer, i stærkt stigende renteudgifter for den selvstændige.

Skattestigning og reallønsfald

For lønmodtagerne, som fra 1977 til 1984 har oplevet et fald i deres disponible realindkomst på omkring 15 pct. kan de 10 point tilskrives en faldende real arbejdsindkomst.

For den arbejdsløse er understøttelsens realværdi faldet med omkring 14 pct.

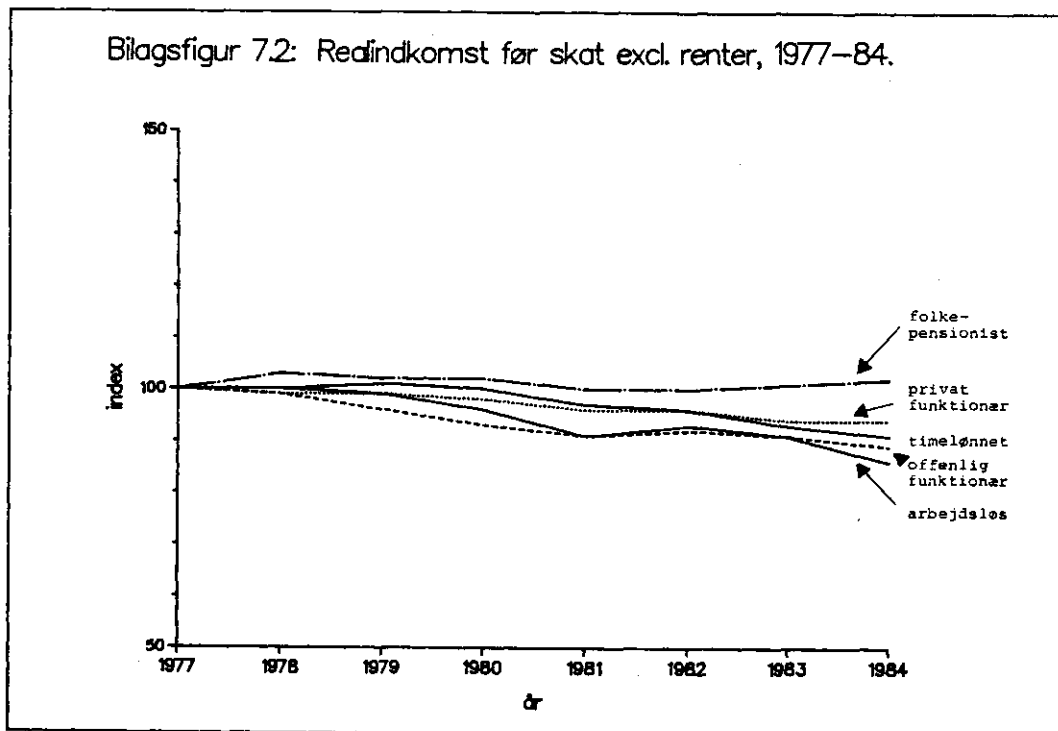
Det skal bemærkes, at der i disse beregninger er regnet med uændrede ligningsmæssige fradrag i den selvangivne indkomst. I det omfang disse fradrag er blevet forøget vil skatten falde og den disponible indkomst efter skat derfor stige.

I figurer 7.2 er vist den reale udvikling lønindkomster, arbejdsløshedsdagpenge og folkepension, i alle tilfælde ekskl. renter fra 1977 til 1984.

Formue- udviklingen

Udviklingen i formueforholdene er bestemt dels af de enkelte personers opsparing dels af periodens kapitalgevinster og -tab. Med hensyn til sidstnævnte er der alene medtaget gevinster og tab i forbindelse med fast ejendom samt i forbindelse med ændringer i den fastforrentede gæld/tilgodehavender, som følge af et ændret renteniveau. Der er derimod ikke taget hensyn til den forskydning i produktionsapparatets nutidsværdi som følger af ændrede forventninger til de fremtidige indtjeningsforhold.

Bilagsfigur 7.2: Redindkomst før skat excl. renter, 1977-84.



...og renteniveauets betydning

Gennem perioden 1977 til 1982 bidrager rentestigningen til at øge kontantværdien af de finansielle nettoformuer. Dette gælder især for den selvstændige men også for lønmodtagerne, idet begge persongrupper har fastforrentet nettogæld. Fra 1982 til 1984 - hvor renteniveauets årgennemsnit falder (med 6.5 pct.-point) er der omvendt tale om en opskrivning af gældens kontantværdi.

Når udviklingen i den selvstændiges formueforhold er så forholdsvis jævn kan dette skyldes at formueudvikling er rent "modelbaseret" efter formlen: formue tilvækst = opsparing + ændring i kontantværdien på den faste ejendom + kapitalgevinster/-tab i.f.m. fastforrentet lån/gæld; hvorimod svingninger i produktionsapparatets værdi ikke har fået lov til at slå igennem i indehaverens formueforhold.

For lønmodtagerne og transfereringsmodtagerne er formueudviklingen mere jævn. Årsagen hertil er bl.a., at disse personers fastforrentet gæld/formue er af mindre betydning.

7.4 Fremskrivningen til 1995

Udviklingen fra 1984 til 1995 i de beskrevne personers disponible realindkomster er skitseret i figur 7.3. Udviklingen er baseret på det forløb som i bilag 5 er beskrevet som "underskudsforløbet". Hovedtrækkene heri er, at der frem til 1990 er tale om en relativ lav udlandsvækst og et forholdsvis højt renteniveau, efterfulgt af en stigning i det internationale væksthiveau og hermed i eksportvæksten. Hertil kommer en reduktion i renteniveauet efter 1990.

Forskelle i den økonomiske vækst kombineret med en given lønudvikling slår kraftigt ud i restindkomsten

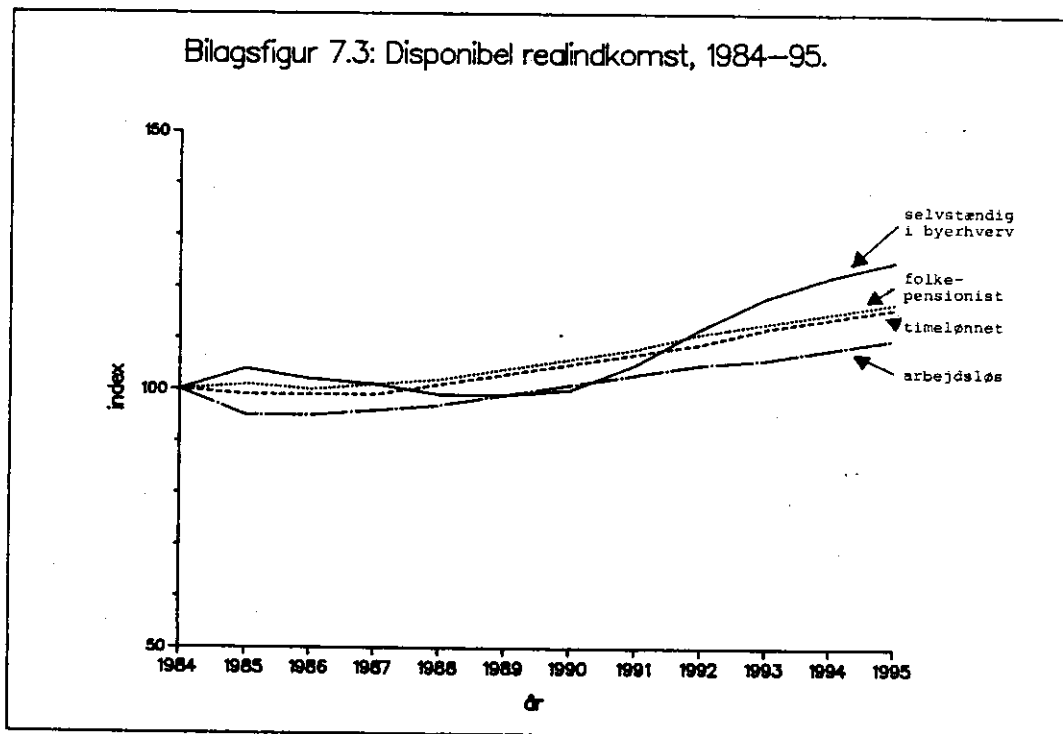
Resultatet af et forløb med først en relativ lav økonomisk vækst (med BNP-vækstrater på i gennemsnit 1 1/2 pct. p.a. fra 1985-90) efterfulgt af en periode med forholdsvis høj økonomisk vækst (med BNP-vækst på 2.8 pct. i gennemsnit fra 1990-95), viser sig tydeligt i indkomstudviklingen for den selvstændige. Lønmodtagernes timeløn er i hele forløbet 1985-95 forudsat at stige med 5 pct. p.a.

Gennem "lavvækstperioden" (1985-90) stiger de selvstændige erhvervsdrivendes realindkomster med under 1 pct. p.a., mens der i "højvækstperioden" (1990-95) er tale om indkomststigninger på reelt omkring 7 pct. p.a. Bag dette spring i indkomstvæksten ligger såvel det højere økonomiske væksthiveau som reduktionen i renteniveauet.

For løn- og transfereringsmodtagerne er der tale om et mere jævnt forløb, hvilket i høj grad hænger sammen med de gjorte forudsætninger. For lønmodtagerne vil der - forudsætningsvist - fra 1985 være tale om realstigninger i årslønnen på 1.5 pct. p.a. og tilsvarende stigninger i transfereringssatserne.

På grund af det indlagte rentefald, kombineret med formueforholdene, afviger udviklingen i den samlede realindkomst (inkl. renter) fra udviklingen i erhvervsindkomsten/transfereringssatsen, dette gælder især for pensionisten der som kreditor taber på rentefaldet.

Bilagsgfigur 7.3: Disponibel realindkomst, 1984-95.



7.5 Om det principielle i beregningsmetoden

Summariske gennemsnitsberegninger

Når indkomstudviklingen for en kategori af personer skal beskrives kan dette ske på flere måder. En metode er på basis af gruppens samlede indkomst at beregne et summarisk gennemsnit. Ved en sådan beregning vil strukturfor skydninger inden for gruppen eksempelvis kunne bevirke, at den gennemsnitlige timeløn stiger alene fordi der kommer relativt flere højtlønnede i arbejde, og uden at nogen enkelt person nødvendigvis har fået mere i løn. Også en aldersfor skydning, med en heraf følgende samlet glidning op ad en anciennitetsskala, vil blive registreret som en indkomststigning selvom den enkelte persons livsindkomst ikke af den grund er blevet højere - blot er der tale om en bestemt forde-

ling over tiden. Den her beskrevne metode svarer til metoden bag ovennævnte beregninger af indkomstudviklingen for lønmodtagerne. Beregningsmetoden svarer i øvrigt også til den metode, der anvendes i de offentliggjorte tal for lønudviklingen fra bl.a. Danmarks Statistik.

I forbindelse med beregningerne over formueforholdene, samt af renteindtægter og -udgifter, er indfaldsvinklen lidt anderledes - specielt hvad angår lønmodtagerne, pensionisten og den arbejdsløse samt for så vidt gælder pensionsopsparing generelt.

De beskrevne personer bliver ældre

På basis af de beskrevne personers finansielle og reale aktiver i udgangsåret beregnes deres formueudvikling gennem den betragtede periode. Formueudviklingen bestemmes af personernes opsparing samt af eventuelle kapitalgevinster/-tab på såvel deres reale aktiver (dvs. deres faste ejendom) som på deres fastforrentede lån/tilgodehavender. Der er således tale om, at den enkelte person følger en kronologisk udvikling gennem fremskrivningsperioden - m.a.o. bliver ældre. Formueforholdene for disse personer dækker derfor ikke et gennemsnit af persongruppen for hvert af årene. Nogle er døde eller afvandret til en anden gruppe, samtidigt med at der sker en stadig tilgang af yngre personer med en øjensynlig mindre formue.

Implicit bygger beregningsmetoden tilnærmelsesvist på den betragtning, at der er tale om persongrupper der reproducerer sig selv som hhv. selvstændige, lønmodtagere, arbejdsløse og pensionister (!).

Faldende arbejdsløshed øger ikke indkomsten

Det skal også fremhæves, at når beregningerne er foretaget på personer, som enten er arbejdsløse eller er i beskæftigelse, siger resultatet ikke noget om udviklingen i den gennemsnitlige årsløn for f.eks. lønmodtagergruppen som helhed. Ved en faldende arbejdsløshedsprocent, hvor nogle arbejdsløse kommer i beskæftigelse, vil en overgang fra arbejdsløshedsunderstøttelse til lønindkomst i sig selv medføre en stigende indkomst for lønmodtagergruppen under eet.

Slutteligt skal understreges, at der i alle beskrivelserne har været tale om "gennemsnitlige personer", hvilket ikke nød-

vendigvis er ensbetydende med at personerne er typiske,
dvs. repræsenterer det mest udbredte inden for kategorien.

MIKROMODEL TYPISK PERSONER SELVSTYENDIG I BYERHVERU	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
LØN INDKOMST	0	0	0	0	0	0	0	0
RENTE INDKOMST	-21832	-31037	-37266	-48953	-55695	-67639	-60840	-72996
TRANSFERERINGS INDKOMST	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED 1)	127539	137350	147151	147979	163023	231486	312835	378493
SAMLET INDKOMST	105707	106314	109887	99031	109332	163852	252005	305501
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG 2)	33295	36102	34096	32628	24202	21860	21353	51384
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	72412	70215	75794	66413	85134	142001	230652	254116
SKATTEPLIGTIG FORMUE	630452	723140	806444	785657	729482	702173	751941	861170
HERAF I FINANSIEL FORMUE	-110690	-149347	-180003	-211433	-240803	-276401	-393137	-489875
REALE AKTIVER	741142	872487	986447	997070	970285	778574	1145087	1351676
SKAT	25594	23592	25204	22481	30357	62145	123459	141115
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	80108	82724	83684	76558	78980	101716	128548	164389
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER)	107015	101158	92657	74558	70488	81894	96558	112860
ARLIG VÆKST (PCT.)	-2.1	-5.5	-8.4	-17.4	-7.9	16.2	90.2	108.3
INDEX 1977=100	100.0	94.5	86.6	71.5	83.9	78.2	60.2	50.2

MIKROMODEL TYPISK PERSONER SELVSTYENDIG I BYERHVERU	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
LØN INDKOMST	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RENTE INDKOMST	-72051	-77724	-84435	-91004	-97478	-104721	-104949	-104922	-103678	-106630	-115295
TRANSFERERINGS INDKOMST	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED 1)	411199	426088	437445	450963	468169	490349	533592	575563	613145	643326	672490
SAMLET INDKOMST	339150	348364	353011	359960	370692	385829	428645	470643	509463	536495	557195
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG 2)	64622	69719	73821	78874	77934	82250	93549	108737	127361	142209	153311
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	274531	278647	279191	284087	292740	303580	335095	361905	382101	394499	403885
SKATTEPLIGTIG FORMUE	899748	984371	1079980	1191464	1297904	1404658	1478312	1538268	1594923	1678338	1805038
HERAF I FINANSIEL FORMUE	-614775	-696521	-753112	-808293	-862579	-923874	-1028723	-1154086	-1286483	-1426722	-1534529
REALE AKTIVER	1514523	1680892	1833092	1997756	2160484	2328735	2507735	2625735	2691805	2765060	3339567
SKAT	154818	156443	155409	154055	159334	163999	182970	198179	208453	213149	215603
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	184334	191921	197402	203906	211359	221830	245674	272463	300995	323534	341591
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER)	123787	123117	121464	119733	119176	120257	129548	141394	154541	163954	169821
ARLIG VÆKST (PCT.)	6.8	-5	-1.3	-1.6	-1.2	112.4	121.1	132.1	144.4	153.2	158.7
INDEX 1977=100	115.7	115.0	113.5	111.9	111.4	112.4	121.1	132.1	144.4	153.2	158.7

1) FRATRUKKET FORBRUG AF REALKAPITAL. 2) INKL. SKATTEMESSIGE AFSKRIVNINGER UDOVER FORBRUG AF REALKAP.

MIKROMODEL TYPISK PERSONER LOARBEJDER												
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984				
LØN INDKOMST	I	80187	87927	97723	106728	116623	128019	132077	138575			
RENTE INDKOMST	I	-12745	-12451	-12049	-11394	-10949	-10302	-10269	-9970			
TRANSFERERINGS INDKOMST	I	0	0	0	0	0	0	0	0			
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	I	0	0	0	0	0	0	0	0			
SAMLET INDKOMST	I	67443	75474	85674	95334	105674	117718	121811	128605			
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	I	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	I	60543	68571	78773	88434	98774	110818	114916	121705			
SKATTEPLIGTIG FORMUE HERAF:	I	111994	131279	147410	144171	140830	141261	162378	204294			
FINANSIEL FORMUE	I	-31117	-37194	-43068	-48358	-54527	-60749	-67697	-75586			
REALE AKTIVER	I	143111	168473	190478	192529	187357	188958	221107	280880			
SKAT	I	19872	22903	27672	33006	38028	43774	46405	50337			
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	I	47570	52575	58006	62331	67651	73946	75403	78274			
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER) (PCT.) ARLIG VÆRST (PCT.) INDEX 1977=100	I	63349	64290	64224	62331	60378	59338	56638	53167			
	I	-100.0	1.2	1.2	2.9	3.9	3.7	3.8	2.8			
	I	100.0	101.2	101.1	98.1	95.0	93.7	89.1	80.8			

MIKROMODEL TYPISK PERSONER LOARBEJDER												
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
LØN INDKOMST	I	144541	150284	157609	167652	178437	189408	198688	206038	212367	219365	228000
RENTE INDKOMST	I	-9952	-9671	-9298	-8902	-8483	-8038	-7880	-7776	-7732	-7535	-7190
TRANSFERERINGS INDKOMST	I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SAMLET INDKOMST	I	134592	140613	148311	158750	169955	181370	190809	198262	204636	211810	220810
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	I	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	I	127694	133712	141410	151849	163054	174470	183909	191362	197737	204908	213908
SKATTEPLIGTIG FORMUE HERAF:	I	213250	229576	246389	264533	286244	306924	323478	337561	349364	362677	379672
FINANSIEL FORMUE	I	-60868	-59102	-55382	-51853	-47898	-43708	-42351	-40944	-39508	-38271	-34130
REALE AKTIVER	I	274118	288678	301870	318386	334142	350433	365829	378504	388572	398574	410802
SKAT	I	53406	56367	60359	63570	71122	76668	80892	83823	86031	88626	92197
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	I	81186	84250	87959	93183	98837	104706	109923	114442	118611	123192	128619
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER) (PCT.) ARLIG VÆRST (PCT.) INDEX 1977=100	I	54519	54046	54067	54717	55730	56763	57964	59390	60907	62429	63942
	I	-1.2	-0.9	-0.1	1.3	1.9	2.1	2.6	2.6	2.4	2.5	2.4
	I	85.6	85.0	85.1	86.1	87.7	89.3	91.2	93.5	95.8	98.2	100.6

MIKROMODEL TYPISK PERSONER OFFENTLIG ANSAT												
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984				
LØN INDKOMST	98946	106559	114468	122668	134873	151083	160278	166274				
RENTE INDKOMST	-16129	-15694	-15138	-14274	-13648	-12751	-12607	-12155				
TRANSFERERINGS INDKOMST	0	0	0	0	0	0	0	0				
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	0	0	0	0	0	0	0	0				
SAMLET INDKOMST	82817	90864	99331	108394	121226	138333	147676	154120				
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	7400	7400	7400	7400	7400	7400	7400	7400				
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	75417	83463	91931	100994	113826	130933	140282	146719				
SKATTEPLIGTIG FORMUE	162701	192220	217695	243946	208728	209478	242155	301998				
HERAF:												
FINANSIEL FORMUE	-41139	-47745	-53613	-60283	-58134	-53664	-52778	-69586				
REALE AKTIVER	203840	239964	271307	274229	266862	287142	314958	371388				
SKAT	27278	30872	35190	40284	46830	55622	61909	65967				
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	55538	59996	64145	68114	74398	82716	85766	88159				
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER) (PCT.)	74193	73366	71020	68114	66399	66598	64422	62134				
ARLIG VÆKST (PCT.)	-100.0	-1.1	-3.2	-4.1	-2.5	89.8	83.3	83.9				
INDEX 1977=100	100.0	98.9	95.7	91.8	87.3	86.8	86.3	85.7				

MIKROMODEL TYPISK PERSONER OFFENTLIG ANSAT												
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
LØN INDKOMST	172304	178569	188128	200004	212782	225770	236735	245383	252807	261023	271182	
RENTE INDKOMST	-12052	-11640	-11111	-10550	-9953	-9319	-9030	-8812	-8674	-8378	-7854	
TRANSFERERINGS INDKOMST	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
SAMLET INDKOMST	160254	166930	177017	189454	202830	216452	227706	236572	244134	252645	263328	
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	7400	7400	7400	7400	7400	7400	7400	7400	7400	7400	7400	
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	152856	159529	169617	182054	195429	209051	223005	229172	236735	245245	255928	
SKATTEPLIGTIG FORMUE	316214	339729	363616	392259	420297	449728	474104	495041	512824	532306	556500	
HERAF:												
FINANSIEL FORMUE	-74225	-71428	-66486	-61234	-55638	-49495	-46964	-44081	-41066	-35943	-28625	
REALE AKTIVER	390439	411178	430111	451493	475935	499423	521068	539122	553889	568250	583125	
SKAT	69131	72499	77988	84261	90959	97646	102749	106445	109190	112459	117050	
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	91123	94436	99034	103199	111876	118811	124964	130132	134948	140192	146288	
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER) (PCT.)	61192	60500	60875	61772	63082	64409	65895	67532	69296	71044	72727	
ARLIG VÆKST (PCT.)	82.3	81.9	82.0	83.3	85.0	86.8	88.8	91.0	93.4	95.8	98.0	
INDEX 1977=100	81.1	81.1	82.0	83.3	85.0	86.8	88.8	91.0	93.4	95.8	98.0	

MIKROMODEL TYPISK PERSONER FUNKTIONER I BYERHVERV												
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984				
LØN INDKOMST	I	99034	107490	118189	129369	142477	157162	165326	176696			
RENTE INDKOMST	I	-18646	-18238	-17644	-16672	-16035	-15097	-15008	-14345			
TRANSFERRINGS INDKOMST	I	0	0	0	0	0	0	0	0			
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	I	0	0	0	0	0	0	0	0			
SAMLET INDKOMST	I	80388	89252	100546	112698	126443	142065	150323	162152			
LIGNINGSMÆSSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	I	7800	7800	7800	7800	7800	7800	7800	7800			
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	I	72588	81650	92745	104897	118643	132465	142530	154352			
SKATTEPLIGTIG FORMUE	I	211931	250403	284042	279374	271925	272363	314599	389966			
HELVÅRSMÅNDELIG FORMUE	I	-47989	-58545	-64867	-70239	-68317	-70786	-66932	-83794			
REALE AKTIVER	I	259870	305747	345907	378284	340242	343148	401531	473780			
SKAT	I	25699	29748	35654	42545	49447	57584	63287	70740			
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	I	54690	59509	64895	70156	76799	84485	87033	91417			
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER)	I	73059	72769	71891	70156	68342	68023	65374	64430			
ÅRLIG VEKST (PCT.)	I	-100.0	-1.4	-1.3	-2.4	-2.3	-1.8	-3.9	-1.4			
INDEX 1977=100	I	100.0	99.4	98.3	96.0	93.8	93.1	89.5	88.2			

MIKROMODEL TYPISK PERSONER FUNKTIONER I BYERHVERV												
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
LØN INDKOMST	I	184225	191526	200827	213559	227229	241135	252910	262250	270304	279204	290173
RENTE INDKOMST	I	-14442	-14007	-13454	-12866	-12239	-11577	-11251	-10994	-10813	-10482	-9932
TRANSFERRINGS INDKOMST	I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SAMLET INDKOMST	I	169786	177519	187373	200693	214990	229359	241660	251257	259492	268723	280240
LIGNINGSMÆSSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	I	7800	7800	7800	7800	7800	7800	7800	7800	7800	7800	7800
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	I	161990	169719	179372	192893	207190	221759	233860	243457	251692	260922	272438
SKATTEPLIGTIG FORMUE	I	407930	437016	466316	501615	536071	572196	602150	627682	649159	672953	701683
HELVÅRSMÅNDELIG FORMUE	I	-89868	-87224	-82044	-74575	-70731	-64334	-62186	-59683	-57034	-54948	-44333
REALE AKTIVER	I	497799	524259	548379	578190	606803	636750	664746	687385	708193	725301	746818
SKAT	I	74839	78867	84209	90968	98165	106080	112161	116318	119403	123032	128046
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	I	94947	98659	103168	107731	116831	123487	129502	134945	140093	145697	152204
DISPONIBEL REALINDKOMST (1985 PRISER)	I	63761	63289	63416	64434	65876	66944	68288	70029	71938	73833	75668
ÅRLIG VEKST (PCT.)	I	87.9	86.7	86.8	88.2	90.2	91.6	93.5	95.9	98.5	101.1	103.6
INDEX 1977=100	I	87.9	86.6	86.8	88.2	90.2	91.6	93.5	95.9	98.5	101.1	103.6

MIKROMODEL TYPISK PERSONER ENLIG FOLKEPENSIONIST												
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984				
LØN INDKOMST	I	0	0	0	0	0	0	0				
RENTE INDKOMST	I	5764	5483	5714	6646	6445	6677	5651				
TRANSFERERINGS INDKOMST	I	20910	23487	29857	29404	31149	34722	37635				
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	I	0	0	0	0	0	0	0				
SAMLET INDKOMST	I	26674	28970	31571	35050	37594	41399	45663				
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	I	500	500	500	500	500	500	500				
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	I	26174	28470	31071	34549	37094	40899	42786				
SKATTEPLIGTIG FORMUE	I	107531	122300	135319	137572	135650	136688	156333				
HERAF:												
FINANSIEL FORMUE	I	79538	30486	31512	32647	33844	33708	35836				
REALE AKTIVER	I	77958	91815	103807	164925	102107	103979	130499				
SKAT	I	1233	1563	1783	2634	3334	2714	2095				
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	I	25441	27408	29789	32416	34261	38686	41191				
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRÆSER) ARLIG VEKST (PCT.) INDEX 1977=100	I	33987	33516	32982	32445	30377	31148	30940				
	I	-100.0	11.4	97.6	95.7	90.0	91.6	91.0				
	I	100.0	98.8	97.8	95.8	90.0	91.6	91.0				
MIKROMODEL TYPISK PERSONER ENLIG FOLKEPENSIONIST												
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
LØN INDKOMST	I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
RENTE INDKOMST	I	4740	4615	4615	4615	4615	4365	4115	3864	3739	3739	
TRANSFERERINGS INDKOMST	I	42717	44395	46521	49415	52521	55681	58366	60508	62365	64413	
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
SAMLET INDKOMST	I	47457	49010	51136	54030	57136	60296	62731	64623	66230	68152	
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	I	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	I	46957	48510	50636	53530	56636	59796	62230	64123	65729	67652	
SKATTEPLIGTIG FORMUE	I	186555	194746	201991	210937	219524	228511	237331	2446814	251081	256900	
HERAF:												
FINANSIEL FORMUE	I	37166	37422	37422	37422	37422	37960	38536	39152	39477	39477	
REALE AKTIVER	I	149389	157324	164569	173515	182102	191069	199370	206278	211928	217423	
SKAT	I	1469	1583	1933	2656	3430	4200	4598	4717	4680	4767	
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	I	45988	47427	49183	51374	53707	56097	58133	59906	61550	63386	
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRÆSER) ARLIG VEKST (PCT.) INDEX 1977=100	I	30882	30424	30232	30167	30283	30411	30655	31088	31609	32122	
	I	90.9	89.5	89.0	88.6	89.1	89.5	90.2	91.5	93.0	94.5	
	I	100.0	99.5	99.0	98.6	99.1	99.5	100.2	101.5	103.0	104.5	

MIKROMODEL TYPISK PERSONER FULDTIDS ARBEJDSLØS PÅ MAX DAGPENGE SATS										
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984		
LØN INDKOMST	0	0	0	0	0	0	0	0		
RENTE INDKOMST	-5422	-5452	-5427	-5329	-5350	-5325	-5433	-5462		
TRANSFERERINGS INDKOMST	64449	70393	76630	82394	87600	99176	104807	104807		
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	0	0	0	0	0	0	0	0		
SAMLET INDKOMST	59027	64940	71223	77265	82250	93850	99380	99348		
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800		
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	57227	63139	69422	75463	80448	92047	97586	97531		
SKATTEPLIGTIG FORMUE MERAF:	55296	61890	68694	59839	56640	50700	75887	94292		
FINANSIEL FORMUE	-16260	-22347	-26543	-36426	-37039	-43779	-34667	-34149		
REALE AKTIVER	71556	84237	95240	96265	93679	94480	110534	130441		
SKAT	18498	20653	23475	26412	28291	33209	36612	36887		
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	40529	44292	47734	50859	53968	60652	62780	62465		
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER) ARLIG VÆST (PCT.) INDEX 1977=100	54142	54162	52873	50859	48166	48834	47157	44025		
	-100.0	0	-2.4	-3.8	-3.3	-1.4	-3.4	-6.0		
	100.0	100.0	97.7	93.9	89.0	90.2	87.1	81.3		

MIKROMODEL TYPISK PERSONER FULDTIDS ARBEJDSLØS PÅ MAX DAGPENGE SATS										
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
LØN INDKOMST	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RENTE INDKOMST	-5530	-5543	-5544	-5544	-5544	-5544	-5570	-5596	-5623	-5636
TRANSFERERINGS INDKOMST	104807	104807	110927	122465	129943	137528	143899	148907	153192	157909
OVERSKUD AF EGEN VIRKSOMHED	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SAMLET INDKOMST	99281	99270	105363	116921	124401	131983	138330	143333	147572	152274
LIGNINGSMESSIGE FRADRAG EXCL. RENTEFRADRAG	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800	1800
SKATTEPLIGTIG INDKOMST	97486	97474	103581	115119	122398	130181	136531	141514	145773	150474
SKATTEPLIGTIG FORMUE	106482	114447	121094	129302	137180	145425	154375	162041	168526	174208
FINANSIEL FORMUE	-30378	-29892	-29892	-29892	-29893	-29893	-29893	-29893	-29893	-29893
REALE AKTIVER	137060	144340	150946	159194	167672	175318	182916	189437	194778	203402
SKAT	36649	36334	38937	43888	46829	49788	52430	54184	55453	56926
DISPONIBEL INDKOMST (incl. renter)	62631	62936	66458	73043	77587	82212	85915	89140	92128	95358
DISPONIBEL REALINDKOMST (1980 PRISER) ARLIG VÆST (PCT.) INDEX 1977=100	42059	40373	40851	42891	43748	44568	45304	46239	47308	48324
	74.5	74.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0
	77.7	74.8	75.2	79.2	80.8	82.3	83.7	85.4	87.4	89.3

34. Dansk økonomi, november 1978. Konjunktursituationen. Produktivitetstigninger, arbejdsløshed og realøkonomisk råderum. Arbejdsløshed og dagpengeregler. Arbejdstidsforkortelse som instrument i konjunkturpolitikken. 25 kr.
35. Dansk økonomi, maj 1979. Konjunkturtendenserne. Blokeringer og løsningsmuligheder i den økonomiske politik. International valutapolitik - EMS. 27,50 kr.
36. Dansk økonomi, september 1979. Konjunktursituationen. 18 kr.
37. Dansk økonomi og energiproblemerne, juni 1980. 30 kr.
38. Dansk økonomi, december 1980. Konjunktursituationen. Langtidsperspektiver. 25 kr.
39. Dansk økonomi, maj 1981. Konjunktursituationen. Indtjenings- og investeringssituationen i industri og landbrug. Muligheder for at stimulere erhvervsinvesteringerne. Livsindkomstoppgørelser for 1980. 30 kr.
40. Dansk økonomi, november 1981. Konjunktursituationen. Underskuddet på statsfinanserne. Investeringer, inflation, skat og rente. 30 kr.
41. Dansk økonomi, maj 1982. Konjunktursituationen. Konkurrenceevnepolitik, efterspørgseldrejning og investeringskrise. Arbejdsløshed og arbejdstid. Summary in English. 35 kr.
42. Dansk økonomi, oktober 1982. Konjunktursituationen. Investeringskrisen og underskuddet på statsfinanserne. Indkomspolitik og valutakurspolitik - eller kun indkomspolitik? Summary in English. 30 kr. (Udsolgt).
43. Dansk økonomi, maj 1983. Konjunktursituationen og nogle langsigtede internationale udviklingstendenser. Perspektivanalyse for arbejdsmarkedet. English Summary. 35 kr.
44. Dansk økonomi, december 1983. Konjunktursituationen. Den økonomiske politik i Danmark og nogle andre små, åbne økonomier. Fremskrivninger. English summary. 35 kr.
45. Dansk økonomi, maj 1984. Konjunktursituationen i udlandet og i Danmark. Kapital, arbejdskraft og teknologi i udenrigshandelen. Ændrede landbrugsperspektiver. English Summary. 35 kr.
46. Dansk økonomi, november 1984. Konjunktursituationen i Danmark og i udlandet. Dollar-kursen. Hvorfor bremser man i Vest-europa? Foran en apprecieringsproces for kronen. En 2 pct's lønramme. Reducerede arbejdsgiverafgifter. Andre fremskrivninger. English Summary. 35 kr.
47. Dansk økonomi, september 1985. Dansk pengepolitik under forvandling. En strukturrapport udarbejdet efter anmodning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg. With an English Summary. 90 kr.

Det økonomiske Råd, Sekretariatet
Kampmannsgade 1,4
1604 København V
01 - 13 51 28

Forlag: Akademisk Forlag
Distribution til boghandelen gennem
Danske Boghandlers Kommissionsanstalt

Pris: 90 kr.
2. oplag
ISBN 87-503-5721-2
ISSN 0419-9480
Fi27-48

Tryk: B. Stougaard Jensen, København