

Kapitel 3 De brede makroøkonomiske sammenhænge og pengepolitikken

3.1 Indledning

Hvad har en fransk økonom, en adlet engelsk professor i nationaløkonomi, en nationaløkonom fra Chicago og flere andre at gøre med Bundesbanks årsberetning side 73, 1997, og hvorfor tilrettelægges den pengepolitiske styring som den gør i mange lande og nationalbanker?

Det vil fremgå af det følgende. Der vil blive henvist til den speciallitteratur, der af forfatteren anses for at være blandt de bedre, der både dækker den økonomiske idehistoriske og den rent teoretiske nationaløkonomiske baggrund, og som ydermere er pædagogiske gode eksempler på en ikke umiddelbar enkel sammenhæng.

Det handler om sammenhæng, men ikke mindst baggrunden for at forstå de styringsinstrumenterne der anvendes i alle seriøse nationalbanker i dag.

Det handler de følgende afsnit om.

3.2 Økonomiske skoler om pengepolitikken³⁴

I det amerikanske tidsskrift *Forbes*, juni 1998, kunne man se en liste over økonomiske værker, der i følge bladets columnister, giver en speciel indsigt i økonomi og investering. Blandt disse værker var to bøger af henholdsvis Irving Fisher (1996): *Booms and Depression* om konjunkturkurver, kreditvækst og den depression, der følger inflation skabt via øget pengemængde. En anden bog var af Chicago-økonome, Milton Friedman og Anna Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States*.

Om Irving Fisher skriver Harvard-professor, John Kenneth Galbraith i *Economics in Perspective* (1987), at Fisher var den første økonometriker, opfinder af pristallene, og opfinder af en af de vigtigste formler indenfor nationaløkonomien, måske ingen anden i historien er vigtigere, bortset fra Albert Einsteins relativitetsteori. I *The Purchasing Power of Money* (1911) offentliggjorde Fisher hans udødelige bidrag til nationaløkonomien, den velkendte kvantitetsligning:

³⁴ Galbraith (1987) har skrevet en af de bedste idehistoriske redegørelser for nationaløkonomiens udvikling fra Romerriget til i dag, hvor alle de store nationaløkonome vurderes både for så vidt angår deres teorier, men også i relation til de væsentlige problemstillinger de er optaget af i deres samtid.

$$P = \frac{MV + M'V'}{T}$$

hvor P er priser, M er penge i omløb, V for omløbshastigheden og M' for anfordringsindskud i banker, V' er omløbshastigheden for disse indskud og T svarer til output eller bruttonationalprodukt. Denne meget enkle formel kan læseren jo selv vurdere ved at lade tælleren stige med nævneren konstant. Med andre ord pengemængden øges uden at der sker noget med T eller BNP, der således betyder at P stiger. Med kvantitetsligningen blev monetarismen således født, der har som hovedtræk: Få styr på pengemængden, sørg for at pengemængden kun vokser hvis BNP gør det. Læsere der ikke kan vente på Bundesbanks relation til sagen kan allerede nu springe til side 94.

En af de økonomer, der i vores tid har haft væsentlig indflydelse på den danske pengepolitik er fhv. nationalbankdirektør og professor, Dr. polit, Erik Hoffmeyer, der i perioden 1964-1996 var nationalbankdirektør. En af de mest velanskrevne nationalbankdirektører og en af de mest vidende om dansk og international pengepolitik. Hoffmeyer har i både taler og i publikationer³⁵ indgået beskæftiget sig med den teoretiske og praktiske pengepolitik.

Han har i flere taler i 1990'erne indgående beskæftiget sig med både den indflydelse som den keynesianske og monetaristiske doktrin har haft på pengepolitikken. I en tale på City University i London i maj 1992 sagde Hoffmeyer følgende:

”During the post-war period, now almost 50 years, there have been wide changes in the conventional wisdom regarding determinants of macro-economic magnitudes and in the scope for economic policy activity. This is not least true of the causes of inflation and the assignment of monetary policy.

The period has seen a pendulum swing in the prescriptions from simplistic Keynes epigones to monocausal Friedmanities. Politicians have gladly adopted both”

³⁵ Hans væsentlige publikationer omfatter: *Dollar Shortage and the Structure of U.S. Foreign Trade* (disp.1958), *Dansk Pengehistorie* (1968), *The International Monetary System* (1992), *Pengepolitiske Problemstillinger 1965-1990* (1993).

(kvartalsoversigt Danmarks Nationalbank, side 32, maj 1992.

Med andre ord. De pengepolitiske målsætninger er ændret flere gange i de sidste 50 år og under indflydelse af Lord John M. Keynes og/eller nobelpristageren Milton Friedmans monetaristiske tanker, og begges tanker anvendes ofte i vores økonomiske tankegang og forståelse.

3.2.1 Den keynesianske tankegang³⁶

Keynes hovedværk er *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936), og det dominerer fortsat store dele af vores makroøkonomiske tankegang omkring væsentlige nationaløkonomiske begreber selv om den keynesianske tankegang led et mindre skibbrud i forbindelse med oliekriserne i 1970'erne.

Keynes var i stand til at simplificere økonomiske problemer, og give et svar på hvordan økonomien kunne styres. Hans tanker gik i store træk ud på, at den økonomiske politik kan styres ved brug af forskellige instrumenter uden omkostninger. Den samlede efterspørgsel kan styres via offentlig regulering, og inflationen var/er afhængig af fagforeningernes disciplin. Pengepolitikken havde kun et formål, at bestemme renteniveauet og dermed påvirke de samlede investeringer og hele efterspørgslen. At pengepolitikken via rentevåbnet kunne bruges til at kontrollere inflationen negligerede den keynesianske tankegang totalt. Det helt revolutionerede ved den keynesianske tankegang var, at staten kunne stimulere den økonomiske politik ved hjælp af budgetunderskud. Ved netop at kreere store budgetunderskud kunne staten via eks.store anlægsarbejder og lempelse af finanspolitikken reducere arbejdsløsheden og stimulere forbruget. Dermed brød Keynes den såkaldte Says³⁷ lov, der som bekendt går ud på, at der fra produktionen af varer kommer en effektiv samlet efterspørgsel (forbrug), der kan opkøbe det samlede udbud af varer. Det viste depressionen i 1930'erne imidlertid ikke var tilfældet. Keynes vigtigste budskab blev således, at den moderne økonomi ikke

³⁶ I Nielsen (1988) giver professor Torben M. Andersen i kapitel 1 en fremragende redegørelse for makroøkonomisk teori og politik, hvor Keynes teorier detaljeret uddybes.

³⁷ Fransk økonom 1767-1832. Hans tanker var en af hovedkilderne til den brede nationaløkonomiske markedsforståelsen indtil Keynes' banebrydende værk.

nødvendigvis finder sin ligevægt ved fuld beskæftigelse. Den kan også findes ved arbejdsløshed – underbeskæftigelses-ligevægten. Keynes' teori er, at i takt med at produktionen, beskæftigelsen og indkomsten forøges, falder det forbrug, der alene stammer fra den sidst tjente del af indkomsten – den marginale forbrugstilbøjelighed, og herved vokser opsparingen. Keynes' likviditetspræferenceteori går ud på, at denne opsparing vil blive brugt. Den kunne ganske enkelt tænkes at være en sikkerhedsreserve og virkningen bliver derfor, at den samlede efterspørgsel efter varer og tjenester falder. Det var det der skete i 1930'erne. Vi kender det også fra kartoffelkuren i midten af 1980'erne. Den danske befolkning var skræmt, arbejdsløsheden høj, tvangsauktioner og konkurser rekordhøj og skattereformen forringede værdien af rentefradraget. Keynes' likviditetspræference teori virkede: De der kunne spare op gjorde det, og de brugte ikke pengene. Forbruget faldt og en ond cirkel var startet. Keynes' revolutionerede teori var, at årsagerne til krisen i 30'erne ikke skyldes høje lønninger, og ydermere: en nedsættelse af lønningerne ville kun gøre ondt værre. Forbruget ville falde yderligere. Hans geniale løsning var derfor at lade det offentlige klare det manglende forbrug. Staten måtte optage lån og klare problemet (stimulere efterspørgslen).

At der var en sammenhæng i den samlede efterspørgsel med inflation og pengemængde var en af den keynesianske tankegangs største forståelsesproblemer eller rettere, at denne sammenhæng eksisterede, men som Galbraith (1988:9) skriver:

”Faktisk er teorier om nationaløkonomi altid et produkt af deres tid og sted og som sådan intimt knyttet hertil”

1930'erne hænger derfor sammen med forståelse af nationaløkonomi under depression og krise, og som nævnt kender mange det godt fra vores egen andedam. At den keynesianske tankegang i midlertid havde betydelige vanskelige vilkår for at blive accepteret i sin samtid er en anden sag.

Et afsluttende ord om Keynes er, at staten som problemløser nu var lanceret og staten som ansvarlig for den overordnede økonomi. Vi skal dermed kun ca. 60 år tilbage før at dette cementerede faktum blev introduceret.

Før Keynes' tanker var det gældende teorem den marshallianske tankegang, hvor

”udbud og efterspørgsel finder deres egen ligevægt”³⁸.

I midten af 1970’erne var økonomierne præget af betydelig inflation fra oliekriserne, store voksende offentlige sektorer, og den keynesianske økonomiske tankegang fik et mindre knæk³⁹.

Nye teorier kom til og blev genopfundet, og ikke mindst den monetaristiske tankegang, der med bål og brand blev advokeret af Chicago-professor Milton Friedman.

3.2.2 Den monetaristiske skole

Tankegangen er i al sin enkelhed, at arbejdsløshed og vækst i det lange løb er uafhængig af pengepolitikken, der til gengæld bestemmer inflationen. Det er lige det modsatte af den keynesianske tankegang. Den monetaristiske skole indebar et skift i den pengepolitiske styring. Den blev pludselig styret af pengemængdeudviklingen, der kunne bruges til at kontrollere samfundets underliggende inflation, og denne skole tog man hurtigt til sig i brede politiske kredse. Fishers kvantitetsligning fik en renaissance.

I gennem årene har Friedman argumenteret med forskellig styrke for en konstant pengemængde vækst: det medfører en lav inflation, kortsigtede ændringer af pengemængden medfører problemer på lang sigt. Friedman gjorde sig derfor til talsmand for at standse inflationen ved rentestigninger, der kunne have en restriktiv virkning på forbruget og erhvervsinvesteringerne. Fra midten af 1980’erne ved vi fra amerikansk økonomi at det virkede. Den høje rente betød faldende erhvervsinvesteringer, arbejdsløsheden steg og antallet af konkurser steg. Den høje rente betød en stigende USD (1985 kurs 1243), og den amerikanske konkurrenceevne faldt. Begrebet stagflation var født (faldende BNP og stigende inflation).

I de senere år har vi set kombinationer på pengemængdeændringer og renteændringer. Den amerikanske centralbank har under to aktiekriser i de seneste 10 år både øget

³⁸ Cambridge-økonomen var indtil Keynes den økonom, der primært blev undervist i på de nationaløkonomiske fakulteter. Hans hovedværk, der er kommet i 8. udgave, første gang i 1898 og sidste gang i 1920, er *Principles of Economics*.

³⁹ Når dette er sagt fremstår Keynes som dette århundredes største økonomiske tænker. I Fortune for august 1998 har en af vor tids førende økonomer Paul Krugman (1998) en helteode til Keynes. Han forstår ikke hvorfor at Keynes ikke er blevet en ”pop culture icon”. Krugman sammenligner Keynes’ hovedværk for at have samme betydning for økonomi, som Darwins *Arternes Oprindelse* for biologien.

pengemængden og sænket renterne for at sikre likviditet.

I midten af 1980'erne var et af de helt centrale nøgletal, som hele valutamarkedet ventede på det amerikanske M3, og ændringer i forhold til officielle skøn blev straks udmøntet i reaktioner i amerikanske renter og i den amerikanske valuta. Men det ændrede sig også.

3.3 Hvad er en nationalbanks rolle?

For at forstå nationalbankens rolle i vores samfund er en lille historisk anekdote⁴⁰ på sin plads. Vi kender alle til nationalbanker eller centralbanker, som er en mere international betegnelse. Men hvordan er de opstået, og hvad er deres primære funktioner?

Historie følger:

Sikring af pengevæsenet har alle dage været en alvorlig samfundsmæssig opgave. Falskmøntneri har og er stadig en alvorlig forbrydelse. I historisk tid var straffen dødsstraf og fortabelse af alle rettigheder⁴¹.

I det 13. og 14. århundrede blomstrede de venetianske banker, idet man havde opdaget at pengeudbuddet kunne forøges via pengeudlån. Udgangspunktet var Venedig-området og byerne i Po-dalen. Forbindelse til Italien ses tydeligt ved, at en af de større finansgader i City of London hedder Lombard Street efter Lombardiet i Norditalien.

Men det er imidlertid Amsterdam Bank, der fra 1609 og frem får en betydelig rolle i den første europæiske bankindustri. I Amsterdam Bank opbevarede man værdier: Guld, sølv og ædelmetaller, og ønskede ejeren værdierne blev de overført til hans opbevaringssted. Imidlertid var det noget besværligt at transportere disse værdier rundt og man begyndte at udstede såkaldte Bank Notes⁴², der er et anfordringskrav mod banken på, at banken skal udlevere værdierne til ejeren af banknoten ved præsentation eller på anfordring. På denne måde blev de første pengesedler opfundet, og de såkaldte banknotes blev hurtigt brugt som et betalingsmiddel mellem handlende af alle slags. Banknoten var i ordets

⁴⁰ Galbraith 1988:127ff har en glimrende historisk redegørelse. Dunbar (1892). *The Bank of Venice* eller Lane (1937), *Venetian Bankers 1496-1533* er andre kilder.

⁴¹ I Jyllandsposten den 30.7.1998 kunne man læse at en etnisk-kineser i Vietnam var idømt dødsstraf for falskmøntneri for et beløb svarende til ca. kr. 150.000.

⁴² Tænk på det engelske ord for pengeseddel, en note eller rettere en banknote.

bogstavelige forstand sin vægt værd i guld, og kunne ved præsentation i banken byttes til ædelmetal. Man kunne sige at sedlerne havde guldstandard⁴³.

Herfra er der naturligvis ikke langt til udlån, og bankvirksomhed blev en lukrativ forretning, der ofte var kontrolleret af regenter, fyrster og lignende godtfolk.

Bankerne fandt hurtigt ud af, at kreditværdigheden ved deres navn var noget værd. Der var en betydelig tillid til en bank, og bankerne begyndte at låne ud til andre ”sikre” kunder. Ikke nødvendigvis med sikkerhed i ædelmetaller, men det var beholdningen af ædelmetaller fra andre kunder, der var kreditgrundlaget. Og fra vores nationaløkonomiske viden omkring kreditmultiplatoren ved vi at 100 kr. indlån kan blive til mange gange udlån. Bankerne var født, men der skabtes samtidig et behov for at se banken efter i sømmene. Centralbankerne blev født og verdens ældste nationalbanker er Sveriges Riksbank fra 1668, og ”The Old Lady” som er øgenavnet for Bank of England, der er etableret helt tilbage i 1694. Centralbankerne fik forskellige privilegier blandt andet at udstede pengesedler, men mere vigtigt, at sikre at mindre banker honorerede deres banknotes ved at sikre en minimumsreserve af ædelmetaller. Ydermere fandt staten ud af, at her var et behageligt alternativ til udskrivelse af skatter. Man kunne finansiere sit forbrug ved at købe ædelmetaller, opbevare dem i statskassen og udstede pengesedler og herfra er der ikke langt til moderne tid. Det er ikke alle der har en høj moral, og der er brådne kar i alle brancher, og den første bank/stat krise havde sit udgangspunkt i at dette privilegium blev groft udnyttet⁴⁴. Udtrykket, at de har ”forladt guldet” stammer fra denne tid.

Vor tids pengemængdestyring, hvor sikkerheden til valutaen er, at der er værdi bag sedlerne i form af vækst i bruttonationalproduktet kender vi fra Fishers kvantitetsligning.

I dag eksisterer der et trecifret antal af nationalbanker, og de har alle forskellige roller og målsætninger. Et af de mest dominerede temaer omkring nationalbanker i de senere år har været uafhængighed af de centrale myndigheder. I visse lande er uafhængigheden

⁴³ Dette er en viden, som vi senere vender tilbage til omkring værdien af en valuta.

⁴⁴ Romerrigets forfald skulle skyldes forringelse af mønten. De engelske krige mod Frankrig i det 17. århundrede blev finansieret på denne måde, banknoterne under den amerikanske borgerkrig hed ”Greenbacks” (i dag slang for USD) og finansierede krigen, Philippe of Orleans udnyttede Banque Royals centrale stilling.

lovfæstet. I andre lande, som eks. Danmark, sker pengepolitiske ændringer i samråd med Økonomiministeriet, hvor Økonomiministeren er kgl. udpeget bankkommissær.

Helt generelt kan en nationalbanks funktioner opdeles i tre væsentlige hovedområder, og nedenfor er Bank of England anvendt som eksempel på de hovedprioriteter, som Bank of England skal tilsikre:

- En fastholdelse af værdien af den lokale valuta, der normalt er koordineret med regeringen. Dette kan ske via en række pengepolitiske instrumenter jvf. nedenfor.
- En fastholdelse af tilliden til det finansielle system ved at overvåge kreditinstitutter, og ved at sikre at betalingssystemer fungerer effektivt
- En fastholdelse af London som et finansielt centrum og sikre effektivitet og konkurrence, således at City of London (de finansielle institutioner) kan tjene industri og handel lokalt, og fastholde dets plads som et af verdens finansielle centre.

Kilde: [www.bank of England.com](http://www.bankofengland.com)

Tabel 3-1. Pengepolitiske målsætninger for udvalgte nationalbanker

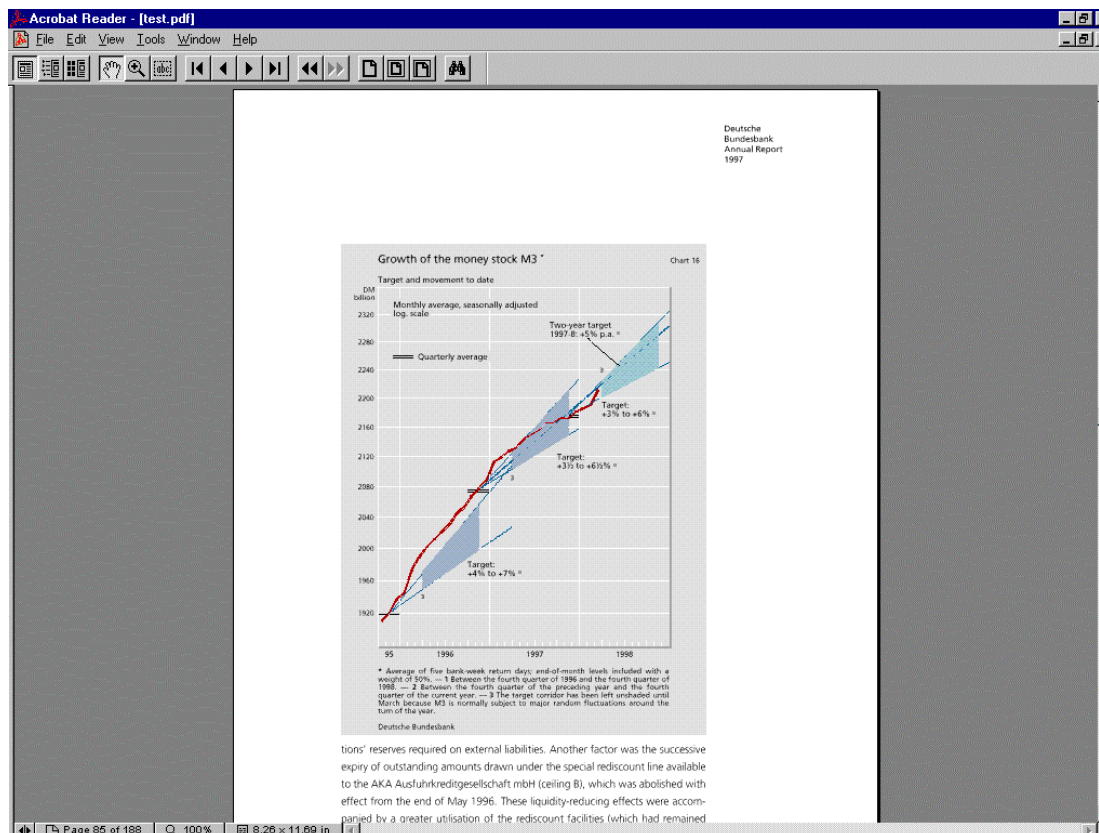
Nationalbank	Stiftet og lovgrundlag	Pengepolitisk målsætning	Uafhængighed
Sveriges Riksbank	1668	Pengeudstedelse og værne om den svenske krone. Ansvarlig for penge- og valutapolitikken. Sikre et effektivt betalingssystem	Riksdagen med et Governing Board på 8 personer, hvor de syv er udpeget af Riksdagen.
Banque de France	1800 af Napoleon	Prisstabilitet. Sikre kontinuitet og stabilitet i pengepolitikken.	Siden 4.8.1993.
De Nederlandsche Bank	1948.	Pengeudstedelse. Styre pengepolitikken.	Aktieselskab 100% ejet af staten, men med selvstændig ledelse.
Bank of Finland	1811	Pengeudstedelse. Prisstabilitet.	9 personers Supervisory board udpeget af regeringen.
Danmarks Nationalbank	1818	Prisstabilitet, fastholde kronens værdi (fastkurspolitik).	Bestyrelse, der udpeges af regeringen.
Bank of England	1668	Prisstabilitet. Inflationen målt ved detailhandelspriserne må ikke overstige 2,5%.	Uafhængig siden 1996.
Norges Bank	1816	Pengeudstedelse. Udformer penge, kredit-og valutapolitikken.	Regeringen

Kilder: www.riksbank, www.banque.fr, www.dnb.nl, www.bof, www.norgesbank,

3.3.1.1 Pengemængdens betydning

For at illustrere disse teoretiske tanker i praksis kan man nedenfor se, at Fishers tanker i høj grad er i anvendelse i den pengepolitiske styring.

Figur 3-1. Pengemængde styring i Bundesbank

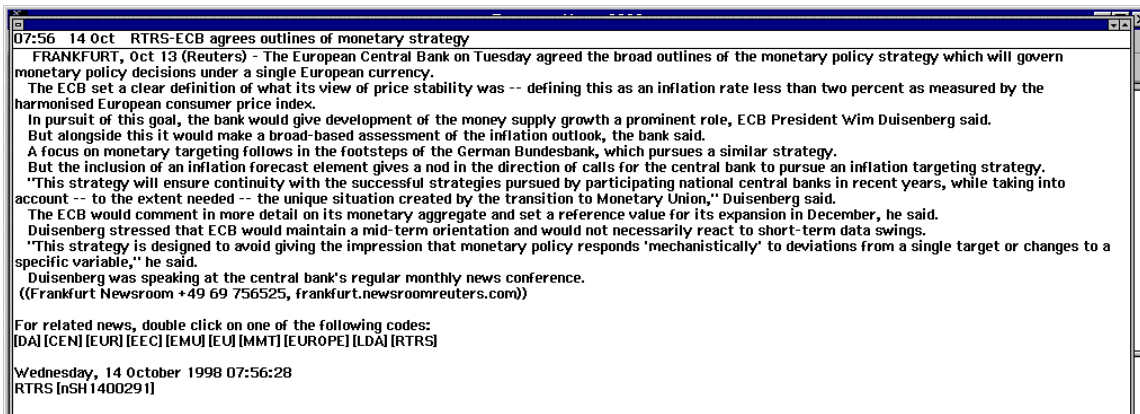


Bundesbank Årsberetning (1997:76)

Som det fremgår af grafen styrer Bundesbank pengemængdeudviklingen i en korridor, hvor banken tillader en pengemængde vækst på 5% i 1997 og i 1998, og som man kan se på grafen har pengemængden ligget i den øvre ende af korridoren. Bundesbank har også erklæret sin utilfredshed hermed, og har ønsket at bringe væksten i M3 ned af frygt for inflation, og som et led i et stabiliseringsformål frem mod Euroens indførelse (Bundesbank, 1997:70).

Det kan da heller ikke komme overraskende, at ECB, den nye europæiske centralbank, i sin pengepolitik lægger vægt på et inflationsmål under 2%, målt i forhold til prisudviklingen i de europæiske forbrugerpriser, og at man blandt andet vil styre pengepolitikken via pengemængdeudviklingen jvf. nedenfor.

Boks 3-1. Pengepolitiske mål for den nye europæiske centralbank.



3.4 Pengepolitiske styringsinstrumenter

3.4.1 Pengemarkedsoperationer

Tabel 3-2 . Væsentlige pengemarkedsrenter i udvalgte lande

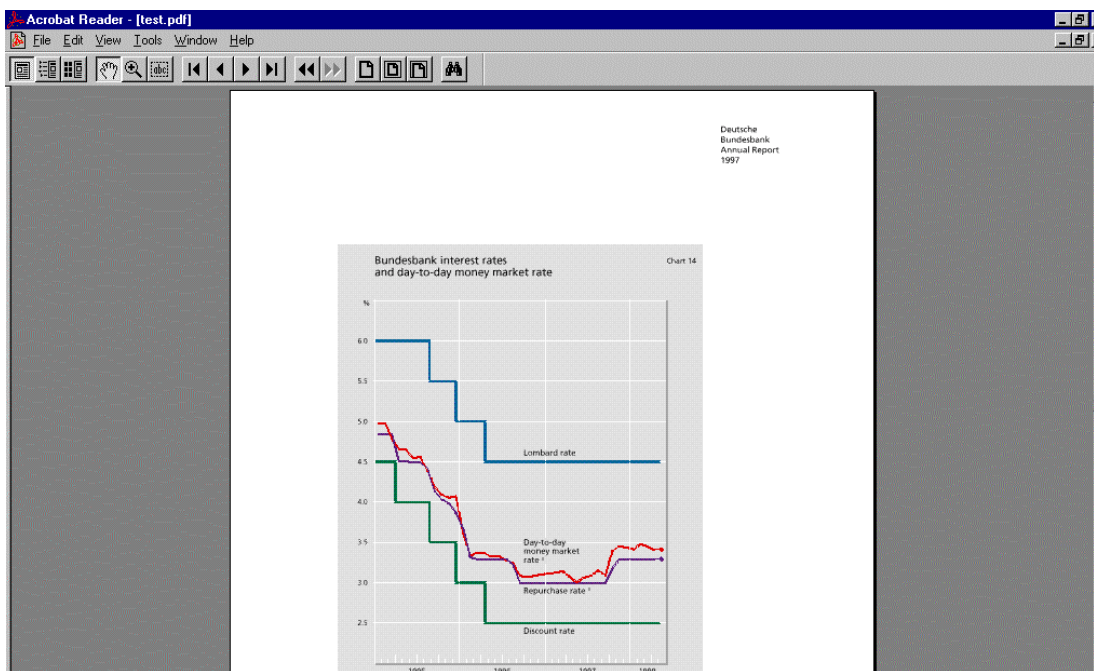
Country	Key rates	Rate (Previous)	Change announced
U.S.	Federal funds	5.50% (5.25)	March 25, 97
	Discount rate	5.00% (5.25)	Jan 31, 96
Japan	Discount rate	0.50% (1.00)	Sept 8, 95
Germany	Repo rate	3.30% (3.00)	Oct 9, 97
	Lombard rate	4.50% (5.00)	Apr 18, 96
France	Discount rate	2.50% (3.00)	Apr 18, 96
	Intervention rate	3.30% (3.10)	Oct 9, 97
U.K.	5-10 day rate	4.60% (4.75)	Dec 17, 96
	Base rate	7.50% (7.25)	June 4, 98
Italy	Discount rate	5.00% (5.50)	Apr 21, 98
	Lombard rate	6.50% (7.00)	Apr 21, 98
Canada	Call rate range	4.50-5.00% (4.00-4.50)	Jan 30, 98
Belgium	7-day advance	3.00% (3.20)	Aug 26, 96
	Central rate	3.30% (3.00)	Oct 9, 97
	End of day rate	4.55% (4.25)	Oct 9, 97
Netherlands	Discount rate	2.75% (2.50)	Oct 9, 97
	Special advance	3.30% (3.00)	Oct 9, 97
Switzerland	Secured loan	2.75% (2.50)	Oct 9, 97
	Discount rate	1.00% (1.50)	Sep 26, 96
Spain	Repo rate	4.25% (4.50)	May 5, 98
Sweden	Repo rate	4.10% (4.35)	June 4, 98
	Lending rate	5.25% (5.75)	Dec 5, 96
Austria	Deposit rate	3.75% (4.25)	Dec 5, 96
	Discount rate	2.50% (3.00)	Apr 18, 96
Australia	Lombard rate	4.75% (5.25)	Apr 18, 96
	GOMEX rate	3.40% (3.50)	Aug 22, 96
Ireland	Repo rate	3.20% (3.00)	Oct 9, 97
	Cash rate	5.00% (5.50)	July 30, 97
Denmark	Short term fac.	6.75% (6.25)	May 1, 97
	Discount rate	3.75% (4.00)	May 29, 98
Finland	Repo rate	4.00% (4.25)	May 29, 98
	Tender rate	3.40% (3.25)	Mar 19, 98
Norway	Base rate	4.00% (4.50)	Aug 27, 96
	Deposit rate	4.50% (4.25)	***** June 26, 98
Portugal	0/N lending rate	6.50% (6.25)	***** June 26, 98
	Repo rate	4.50% (4.70)	May 11, 98
Greece	Absorption rate	4.20% (4.40)	May 11, 98
	Emergency rate	6.20% (6.40)	May 11, 98
Greece	14-day depo rate	13.75% (14.00)	June 3, 98
	Lombard rate	19.00% (23.0)	Mar 30, 98

-- London Forex desk, +44-171-542-7792

Kilde: Reuters

Som det fremgår af tabel 3.2 er prisstabilitet et af de væsentligste hovedområder for mange nationalbanker. Prisstabilitet betyder, at nationalbankerne forsøger at holde inflationen i ave, og et af de væsentligste parametre er i denne sammenhæng den korte rente. Som det fremgår af ovennævnte tabel over forskellige landes pengemarkedsrenter er der flere forskellige renter at spille på. Som det ses har England en af de højeste renter i vores sfære, og Bank of England har været meget nervøs over den økonomiske vækst i England, der har medført en halvering af arbejdsløsheden fra 3MM til 1,5MM arbejdsløse, og et pres på prisudviklingen i England. Den korte rente den såkaldte base rate er derfor hævet til 7,5%, der ligger betydelig over sammenlignelige lande⁴⁵. Base rate danner udgangspunkt for den likviditet som banker kan enten optage lån i BoE eller som bankerne kan fremskaffe likviditet ved at belåne værdipapirbeholdninger (en reporente). I Danmark er "base" lig med diskontoen, der er på 3,75% og genbelåningsatsen (reposatsen) er på 4,00%. Nedenfor er vist udviklingen i de officielle rentesatser for Bundesbank, der er "anker" for pengepolitikken i Europa i de senere år.

Figur 3-2 Bundesbanks væsentlige pengemarkedsrenter



Kilde: Bundesbanks årsberetning, side 81.

⁴⁵ I skrivende stund i oktober 1998 ligger den engelske rente på 7,25%.

Som det ses har Bundesbank tre officielle rentesatser: en Lombardsats, en diskonto og en reporente.

Den økonomiske afmatning i Tyskland har medført en lav inflation, der i 1997 har ligget under 2%, og som Bundesbank i sin årsberetning erklærer sig meget tilfreds med. Det har således ikke været nødvendigt at ændre på de ledende rentesatser i flere år. Bundesbank har dog i oktober 1997 hævet repobelåningssatserne fra 3 til 3,3%, idet banken er nervøs for udviklingen i pengemængden.

3.4.2 Operationer på valutamarkedet

Som det også fremgår af Tabel 3-1 har flere af nationalbankerne en primær interesse i at stabilisere landets valuta, og den direkte måde at gøre det på er via interventioner på valutamarkedet. I de senere år har der været intervenseret kraftigt for den japanske yen, hvor de større G7 lande har intervenseret i en "concerted action" som det ofte hedder i deres pressemeddelelser. Interventioner på valutamarkedet hænger snævert sammen med rentepolitikken, idet nationalbankerne via likviditeten i pengemarkeder indirekte kan hæve renterne. Der er set eksempler på, at bankerne ikke har haft mulighed for at foretage genbelåning af værdipapirer i repomarkedet, der øjeblikkelig får en likviditetsskabende effekt, idet der bliver mangel på likviditet. Mere direkte effekter er en stigning i de korte renter. I den allerseneste tid (august 1998) har vi eks. set Norges Bank hæve de korte renter 7 gange, og vi har i løbet af sommeren 1998 set den schweiziske nationalbank give likviditet til pengemarkedet for at sænke de korte renter for via denne vej at svække CHF.

3.4.3 Operationer på obligationsmarkedet

Operationer på fondsmarkedet sker ofte ved de såkaldte open market operations. I Danmark, hvor vores indenlandske statsgæld betyder en statsobligationsmasse på ca. 600 mia. kr. og noget mere for realkreditobligationer, spiller staten via Nationalbanken en betydelig rolle på det danske obligationsmarked. I de senere år har man set, hvordan Nationalbanken bruger alle muligheder for at øge dybde og likviditet i markedet. Det sker ved udstedelse af de såkaldte bench-mark obligationer, der har en kupon tæt på det generelle renteniveau, og det sker via de muligheder Nationalbanken har ved at bruge forskellige løbetider. I de senere år har Nationalbanken ikke intervenseret i

obligationsmarkedet, men har brugt det korte pengemarked og belåningsmulighederne af obligationer som alternativer.

3.5 Delkonklusion

Den keynisianske og monetaristiske tankegang spiller fortsat en stor rolle når pengepolitikken skal føres ud i livet. Pengemængde- og inflationsudvikling er fortsat væsentlige styringsinstrumenter når centralbankerne fastlægger penge- og rentepolitikken.

3.6 Litteraturhenvisninger

Galbraith, John Kenneth (1988). *Økonomiens profeter. Fra Aristoteles til Milton Friedman*, Gyldendal.

Krugman Paul (1998). *Why Aren't we All Keynesians Yet?* Fortune august 1998

Ulf-Møller Nielsen, Jørgen, Madsen Erik Strøjer, Pedersen, Kurt (1996). *Økonomisk teori – i internationalt perspektiv*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Nielsen, Klaus (1988). *Nyere udviklingslinier i økonomisk teori*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

