

PETER ERLING NIELSEN

## Ingen pengepolitisk autonomi!

I sin diskussion af *Penningpolitik i Norden*<sup>1</sup> fremhæver Jesper Jespersen [1988], at det kunne have været ønskeligt, om fremstillingen havde indeholdt en præcis definition og diskussion af begrebet monetær (eller pengepolitisk) autonomi, herunder en stillingtagen til, hvor meget eller lidt af denne autonomi, de fem beskrevne lande måtte være i besiddelse af. Det er et interessant problemkompleks.

Jesper Jespersen var for nogle år siden selv forfatter til et værk (Jespersen [1984]), der netop fremhævede Norges, Sveriges og Finlands finansielle systemer for at være sådan indrettede, at man i nogen grad formåede at afskærme de nationale markeder fra den tendens til stigning i (real-)renterne, der har kunnet konstateres internationalt siden 1979, og som også Danmark oplevede i rigt mål. Men siden udgivelsen af Jesper Jespersens forskningsrapport i 1984 er der sket en markant liberalisering, internt og eksternt af de nordiske landes finansielle systemer. (Dette gælder i mindre grad Island, som da heller ikke er taget i betragtning i det følgende). Pengepolitikken er markedskonform, de finansielle innovationer sker i rask tempo og valutareguleringen er lempet væsentligt.

Hvordan skal man vurdere landenes autonomi under disse forhold?

Ved pengepolitisk autonomi forstås her de nationale pengepolitiske myndigheders evne til at fastholde et renteniveau uafhængigt af udlandets. Det er således klart, at autonomi må ses som et underbegreb til "economic interdependence", idet der selv i et system helt uden kapitalbevægelser i det længere sigt vil være en

tendens til udligning af realrenterne landene imellem. Men i det korte sigt – som må være relevant her – må graden af pengepolitisk autonomi være bestemt af valutakursforventningerne, reguleringen af kapitalbevægelserne, transaktionsomkostningerne ved international placering og låntagning og omfanget af kvantitativ regulering på de indenlandske finansielle markeder.

For alle fire lande kan man antage, at den repræsentative rente,  $r_D$  er bestemt af en indenlandsk centralbanksats,  $r_{DCB}$ , en vægтет udlandsrente,  $r_W$  og en risikopræmie,  $\sigma$

$$r_D = \alpha r_{DCB} + \beta r_W + \sigma$$

I de velkendte, økonometriske undersøgelser af kapitalbevægelsernes renteelasticitet eller af off-set koefficienternes størrelse søger man så at få et indtryk af  $\alpha$  og  $\beta$ .

Efter min opfattelse skal man ikke vente at finde nogen stor, varig effekt af ændringer i  $r_{DCB}$  i norsk, svensk, finsk eller dansk pengepolitik. Ven en gennemgang af de seneste års beretninger fra de respektive centralbanker møder man utallige henvisninger til nødvendigheden af at forsvare den valgte valutakurs og/eller at opretholde den nødvendige private kapitalimport. Eftersom det eksterne finansieringsbehov har været størst i Norge og Danmark, finder man her systemer til styring af bankernes likviditet (og dermed den korte rente), der i lidt højere grad er indrettet på at håndtere egentlige valutakriser, end tilfældet er for Sverige og Finland, men forskellen er marginal.

Der er naturligvis mange eksempler på, at centralbankerne har forsøgt at sætte

Lic polit PETER ERLING  
NIELSEN er lektor vid Økonomisk  
Institut, Københavns universitet.

<sup>1</sup> Stenius [1987] Forfatteren til denne artikel har skrevet det danske afsnit i rapporten.

$r_{DCB}$  under eller over ligevægtsniveauet. Her kan blot henvises til danske erfaringer i 1985, hvor kapitalimporten mod slutningen af året voksede voldsomt, mens det modsatte blev tilfældet i 2. halvår 1986. Finlands Bank tøvede med at forhøje sin rente i 1. halvår 1986, således at den konvertible del af valutareserven blev mere end halveret. I løbet af 1986 og 87 udviste både Sveriges Riksbank og Norges Bank stor villighed til at foretage hurtige – og i Norges tilfælde: voldsomme – renteforhøjelser. De nordiske lande fører nok diskretionær pengepolitik, men der er langt fra udtryk for autonomi, tværtimod.

Det er korrekt, som påpeget af Jesper Jespersen, at der har kunnet konstateres betydelige ændringer af landenes rentedifference i forhold til udlandet. Men det antyder heller ikke stor autonomi: at den lange danske rente nåede et internationalt højt niveau 4–5 år før de fleste andre industrilandes forklares kun alt for godt af de permanente devalueringss forventninger, som 1970'ernes valutakurspolitik – hvor man devaluerede meget regelmæssigt – gav anledning til.

Ud fra ovenstående relation kunne man sige, at risikopræmien,  $\sigma$  voksede snarere end at en høj centralbanksats pressede det generelle renteniveau i vejret. Måske opnåede man via den markante valutakursusikkerhed en beskeden rentepolitisk frihed, men i så fald har der været tale om et ufordelagtigt trade off, idet rentedifferencen i forhold til udlandet forøgedes voldsomt.

For at opsummere mit svar til Jesper Jespersen:

1. Alle fire nordiske lande har nu så liberale valutabestemmelser, at store segmenter af de indenlandske låntagere kan finansiere sig i udlandet. Mulighederne for at placere i valutaaktiver er også til stede i et betydeligt omfang. Der gælder dog fortsat begrænsninger i udlandets muligheder (bortset fra i det danske tilfælde) for at erhverve indenlandske fordringer.<sup>2</sup>

2. Forskelle i de nordiske renteniveauer synes i høj grad at kunne forklares ved

den førte valutakurspolitik og de kursforventninger, som udviklingen på byttesbalancerne vil give anledning til.

3. I et begrænset omfang har man søgt at afgrænse enkelte dele af de indenlandske kapitalmarkeder via skatte-reglerne (ex de finske skattefrie depositioner) eller placeringsplikt o l (ex de svenske prioriterede obligationer); disse ordninger reduceres i omfang og har næppe betydning for det generelle renteniveau.

De nordiske landes renter synes bestemt af de internationale forhold og den generelle udvikling i de enkelte lande – efter min opfattelse har ingen af de fire lande større pengepolitisk autonomi.

#### Referenser

Jespersen, J. [1984], *Statsgældspolitik i de nordiske lande*. Det Økonomiske Råds Sekretariat, København.

Jespersen, J. [1988], "Pengepolitik i Norden". *Økonomisk Debatt*, Årg 16, nr 3.

Stenius, M (red), [1987], *Penningpolitik i Norden*. Nordiska Ekonomiska Forskningsrådet, Dialogos, Lund.

<sup>2</sup> I en proces, hvor valutabestemmelserne liberaliseres, vil man nå et punkt, hvor de tilbageværende restriktioner ingen praktisk betydning får, fordi de lovlige kan omgås via uregulerede markeder (ex swap-operationer kan erstatte langsigtede terminstransaktioner). Min opfattelse er, at alle nordiske lande er tæt ved den grænse – i det danske tilfælde så tæt, at alle tilbageværende restriktioner planlægges afskaffet i løbet af 1988.