

JESPER JESPERSEN

Pengepolitik i Norden

Det er prisværdigt, at Det nordiske økonomiske Forskningsråd har taget initiativ til et sammenlignende studium af pengepolitikken i de nordiske lande (Stenius [1987]). Disse lande ligner jo trods alt hinanden så meget, at nationale erfaringer påkalder sig gensidig interesse.

Bogen indeholder en kort sammenfatning efterfulgt af fem selvstændige bidrag – et for hvert land. Siget med bogen er en belysning af udviklingen i den monetære autonomi igennem de seneste 20 år samt en beskrivelse af, hvorledes pengepolitikken målsætning og instrumentvalg forandres og tilpasses udviklingen på de internationale kapitalmarkeder.

Indholdsmæssige mangler

De enkelte bidrag bruger (uforholdsmæssig) megen plads til at beskrive den generelle økonomiske udvikling i de enkelte lande. Vi får historien – endnu en gang – helt tilbage fra den 1. oliekrise. Alligevel forbigås en række helt afgørende forskelle ved vurderingen af pengepolitikken i de nordiske lande:

1. At Island, Norge og Sverige for alle praktiske formål er fuldtbeskæftigelsesøkonomier – i modsætning til Danmark og Finland.
2. At afviklingen af valutarestriktionerne nødvendigvis må analyseres i lyset af stillingen på betalingsbalancens løbende poster.
3. At pengepolitisk autonomi, målt på hhv den *korte* og *lange* rente, er samfundsøkonomisk af væsens forskellig karakter.

Dr econ JESPER JESPERSEN är verksam vid Institut för Finansiering, Handelshøjskolen i København.

4. At kapitalmarkedsrestriktioner hænger snævert sammen med både konjunkturudvikling og statsgældsproblematik.
5. At rentestyling er nøje forbundet med størrelsen af sekundærmarkedet.

Dermed ikke sagt, at disse centrale forhold overhovedet ikke er nævnt; men de er ikke gjort til genstand for en systematisk analyse. Ligesom gennemgangen af de penge- og valutapolitiske ændringer er nyttig, men relativt ustruktureret.

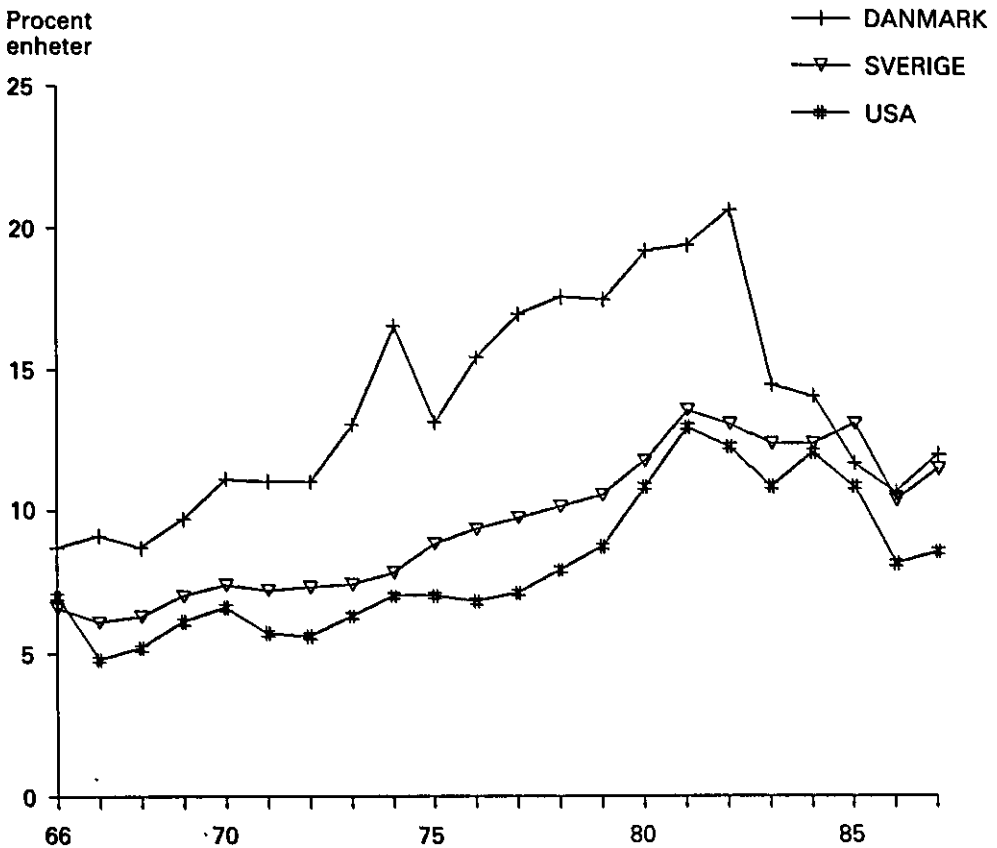
Monetær autonomi

Lad mig blot give et eksempel på det tve-tydige i anvendelsen af begrebet monetær autonomi. Det konkluderes, at Danmark har fulgt en mere liberalistisk politik på penge-, kapital- og valutamarkedene end de øvrige nordiske lande – specielt Sverige. Dette leder naturligt til den konklusion, at Danmark har fået sin monetære autonomi reduceret stærkest. I *Figur 1* er renteudviklingen – den lange rente vel at mærke – tegnet op for Danmark, Sverige og USA. Den svenske rente følger overraskende nok den amerikanske næsten som en skygge, hvilket vanskeligt kan lede til den konklusion, at Danmarks monetære autonomi er blevet reduceret mest. Dette er tilsyneladende et (af flere) paradokser, som med fordel kunne have været diskuteret mere indgående.¹

Til forståelsen af betydningen af monetær autonomi er det ligeledes væsentligt, om det var blevet belyst, hvorfor realrenteniveauet er steget så stærkt i de nordiske lande fra 1982/83 (bortset fra Danmark, hvor det har ligget højt siden

¹ I det finske bidrag henvises til en mere omfattende økonometrisk analyse af kapitalbevægelser (Åkerholm og Tarkka [1986]). Denne analyse er dog baseret på korte renter, samt en tilsyneladende overvurdering af rentelasticiteten i den danske kapitalimport efter 1983.

Figur 1 Renteudvikling i Norden, lang rente.



Kilde: OECD, *Economic Outlook* og *Statistisk 10-års oversigt*, Danmarks statistik.

1960'erne), jf *Figur 2*. Skyldes det en ændret prioritering mellem finans- og pengepolitik? I så tilfælde udtrykker de høje realrenter vel fortsat høj grad af monetær autonomi?

Stigningen i realrenterne kunne også afspejle den øgede afregulering af de nationale kapitalmarkeder samt fjernelsen af placeringspligten for pengeinstitutter og forsikringselskaber. Endelig kunne det også være et udtryk for en forsinket tilpasning til det generelt højere internationale realrenteniveau.

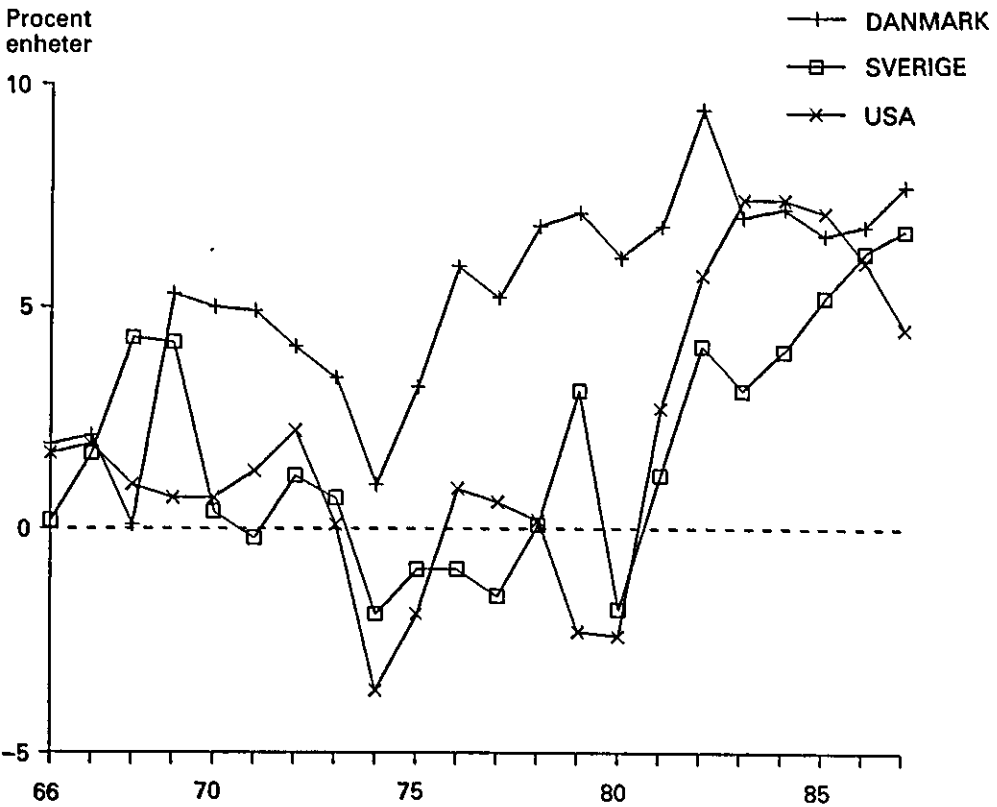
Disse spørgsmål savnes der en mere systematisk diskussion af, ligesom beskatningsreglerne kun berøres ganske perifert.

Konklusion

Der er naturligvis snævre grænser for, hvad der kan stå på godt 100 sider. Men det er problematisk med fem så *selvstændige* bidrag. De snævre pladshensyn ville have tilsagt en fastere redigering omkring et par centrale pengepolitiske problemstillinger. Herved kunne bogen bedre have bidraget til en perspektivering af den nationale pengepolitiske diskussion i de enkelte lande.

Som en illustration af den, til tider noget ukritiske, holdning der karakteriserer rapporten, kan de sidste tre linjer i sammenfatningen være nyttige:

Figur 2 Realrente i Norden, lang rente.



Kilde: Som Figur 1.

”Det foreligger inte heller klara belagg for påståendet att den senaste tidens utvecklingen inte gagnar de enskilda ekonomierna på lång sikt” (s 15).

Dette er en ensidig konklusion, thi der foreligger heller ikke i bogen noget belæg for påstanden om, at den seneste udvikling ikke skader de enkelte økonomier på lang sikt. Tværtimod kan betydningen af f eks de høje realrenter for investeringsniveauet næppe være helt ligegyldig – hverken på kort eller længere sikt.

Referenser

Stenius, M (red), [1987], *Penningpolitik i Norden* Nordiska ekonomiska forskningsrådet, Dialogos, Lund.
 Åkerholm, J & Tarkka, J, [1986], ”Kan de nordiska landerna fora en självständig penningpolitik?” i *Nordiska Ekonomiska Forskningsrådets årsbok 1986*