

Valuta- og renteutviklingen under valutakrisen

Jørn H. Kjær, Vicedirektør, Danmarks Nationalbank

Da denne artikel blev aftalt i slutningen af juli, var der stadig en lille kerne af lande, heriblandt Danmark, der holdt fast ved de snævre udsvingsmargener. Min forestilling var derfor, at der fra en vis distance kunne gøres nogle betragtninger om erfaringerne fra de valutaer, der havde »sluppet grebet« især lire, sterling og svenske kroner, samt – baseret på vore egne erfaringer – nogle belærende bemærkninger om, hvordan man undgik at komme i en tilsvarende situation.

Fra den 2. august har vi unægtelig fået flydningens problemer nærmere ind på livet, ved at vort fastkursregime er blevet udstyret med en udsvingsmargen på 15 pct. Da der imidlertid i skrivende stund er forløbet mindre end en måned siden den dramatiske weekend omkring den 1. august, har støvet ikke lagt sig tilstrækkeligt til, at der kan drages konklusioner om et holdbart valutakurs/rente-forhold under et sådant regime. Det følgende er derfor fortrinsvis baseret på observation af de europæiske valutaer, som har været flydende siden sidste efterår.

Til støtte for hukommelsen har jeg i vedstående »boks« opregnet de vigtigste valutapolitiske begivenheder over det sidste år. Det ville være uoverkommeligt at opregne de talrige pengepolitiske afværgeforanstaltninger taget i denne periode, selv om enkelte beslutninger (eller mangel på samme) er blevet sat

Valutakrisens kronologi

1992

- 8. sept. Den finske marks tilknytning til ECU'en opgives.
- 14. sept. Liren nedskrives 7 pct.
- 17. sept. Lire og pund sterling udtræder af interventionssamarbejdet i EMS. Pesetas nedskrives 5 pct.
- 19. nov. Den svenske kronens tilknytning til ECU'en opgives.
- 23. nov. Pesetas og escudos nedskrives 6 pct.
- 10. dec. Den norske kronens tilknytning til ECU'en opgives.

1993

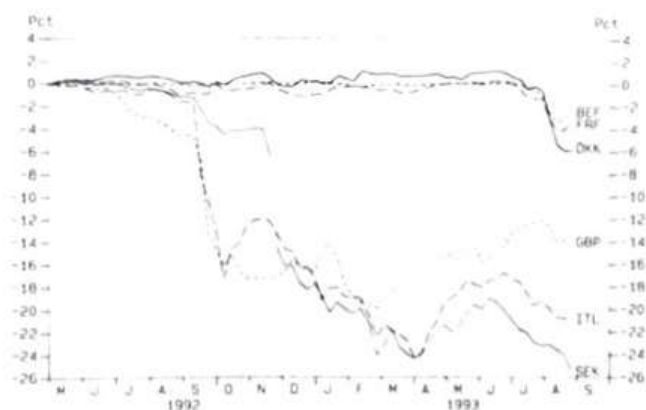
- 1. feb. Irske pund nedskrives 10 pct.
- 14. maj Pesetas nedskrives 8 pct. og escudos 6 pct.
- 2. aug. Udsvingsgrænsen i EMS'en udvides til +/- 15 pct.

i nøje sammenhæng med udviklingen på valutamarkedene.

Figur 1 viser de markedsmæssige konsekvenser af de valutapolitiske beslutninger listet i boksen, for så vidt angår de seks valutaer, som formentlig er af størst interesse.¹⁾

Som det fremgår, er der en klar forskel mellem de tre valutaer, der har været flydende siden sidste efterår og de tre, som var i det snævre bånd indtil august i år. Dette gælder mest iøjnefaldende devalueringens størrelse, hvilket vel at mærke ikke kan henføres til det

Figur 1. Valutakursudviklingen over for D-mark



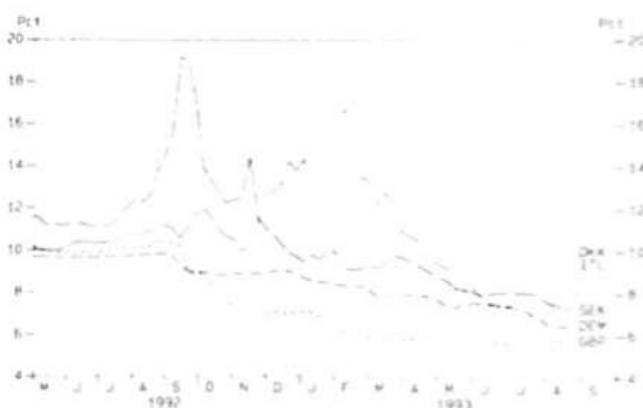
Anm.: Ugegennemsnit. Ændring i pct. i forhold til D-mark kursen ultimo april 1992

forskellige tidsforløb, jf. at den væsentligste del af kursfaldet for GBP, ITL og SEK indtraf umiddelbart efter beslutningen om at flyde. For det andet viser de tre frit flydende valutaer store fluktuationer fra dag til dag og måned til måned. At »markedet« sidste efterår med stor kraft gav udtryk for, at den hidtidige kurs var »forkert« betyder altså ikke, at det kan udkrystallisere en klar opfattelse af, hvad det »rigtige« niveau er. Med forbehold for den langt kortere observationsperiode synes de tilfældige udsving langt mindre for BEF, FRF og DKK, men i hvilket omfang dette må tilskrives den fortsatte – om end løsere – EMS-tilknytning, eller at disse valutaer mere fundamentalt vurderes som mere stabile, er ikke til at sige.

For så vidt angår renteutviklingen, må der sondres mellem den korte rente, som er stærkt afhængig af centralbankernes aktuelle rentesatser for tilførsel/inddragelse af likviditet, og den lange rente, som i vore dage ikke er under pengepolitisk kontrol i de her viste lande, men må formodes at afspejle markedernes mere langsigtede vurdering af pris- og valutakursudviklingen.

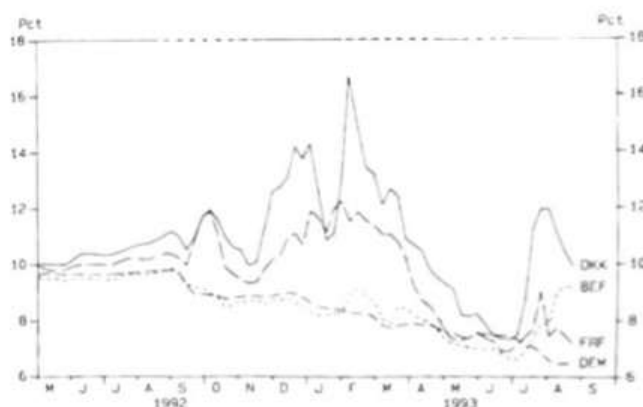
I overensstemmelse hermed er renteutslagene i de forskellige perioder med valutauro langt kraftigere på den korte rente, jf. fig. 2a og 2b²⁾ end på den lange, jf. fig. 6a og 6b.

Figur 2a. 3-måneders pengemarkedsrenter



Anm.: Ugegennemsnit

Figur 2b. 3-måneders pengemarkedsrenter



Anm.: Ugegennemsnit

Renteforløbet afspejler selvsagt de forskellige faser af storm og stille på valutamarkedene i det mindste for så vidt angår de lande, der som Danmark har været indstillet på en aktiv brug af renten.

Som en modsat yderlighed var England som bekendt meget tøvende i brugen af rentevåbnet under det pres, der kulminerede omkring midten af september med Englands suspension af interventionsforpligtelsen. På den her valgte indikator kan man knap få øje på nogen rentereaktion overhovedet.

Efter en valutas overgang til flydning er dens renteutvikling, som man måtte forvente, mere jævn sammenlignet med f.eks. krone-renten, som fortsat fluktuerer i takt med valutauroen, men med en bemærkelsesværdig hurtig normalisering mellem pres-perioderne.

Det mere afgørende spørgsmål i diskussionen for eller imod fastholdelse af en valutakurs har imidlertid været, om man ved at frigøre sig for en sådan binding kunne opnå en væsentlig forøgelse af den rentepolitiske bevægelsesfrihed. I mange markedsvurderinger har behovet herfor været anført som den væsentligste grund til, at en valutakursbinding ikke vurderedes som holdbar. Konkurrenceevnebetragtninger har i så henseende spillet en langt mindre rolle end ved tidligere lejligheder.

Med mulig undtagelse af England forekommer det for det første problematisk at tillægge den korte rente så stor (real)økonomisk betydning. For det andet synes der at være stærkt overdrevne forestillinger om den renteaunomi, det kan opnås blot ved at opgive en valutakursbinding. Hvis nemlig renten for en flydende valuta ønskes sænket til under DEM-renten, må konsekvensen logisk set være, at den pågældende valuta synker til en værdi, hvor der i markedet er en overvejende forventning om, at den på lidt længere sigt vil revaluere i forhold til DEM. Da rentetabet i forhold til en DEM-investering desuden er sikkert, men skal kompenseres af en trods alt usikker forventning om en valuta-

kursgevinst, må undervurderingen af den flydende valuta være så meget tydeligere.

Ud over et utiltalende »beggar thy neighbour« aspekt vil inflationsimpulsen af en sådan valutakurspolitik være stærkt bekymrende for det pågældende lands centralbank, ligesom der er velfærdstab forbundet med valutakursudsving, der overkompenserer for forskelle i omkostningsudvikling.

Det nyvundne råderum i pengepolitikken er altså ikke gratis, og centralbanken må afveje fordele og ulemper ved dets udnyttelse.

Hvorledes stemmer nu disse principielle overvejelser med kurs- og renteutviklingen for de flydende valutaer?

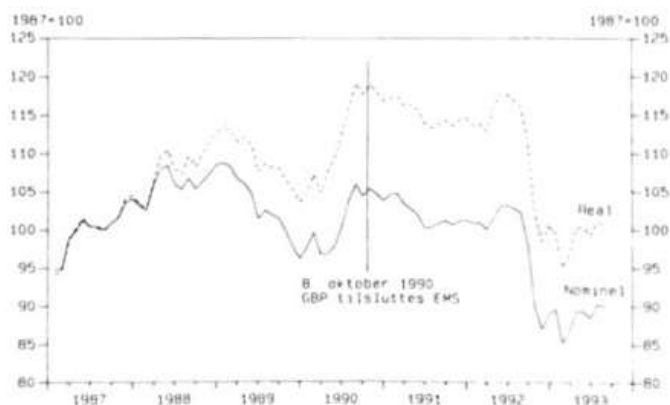
Frem til februar faldt de tre frit flydende valutaer ca. 20 pct. i forhold til DEM, jf. fig. 1. Herefter styrkedes GBP, mens de to andre har fluktueret betydeligt, men netto svækkes yderligere – især SEK. Om en sådan bevægelse er udtryk for »overshooting« er (næsten) altid et spørgsmål om udgangspunkt. Men tager man som i fig. 3-5 1987, hvor den seneste egentlige kursjustering i EMS fandt sted som udgangspunkt (strengt taget kun af direkte relevans for ITL), ser der ud til at være tale om en klar overkompensation for forskelle i omkostningsudvikling, for så vidt angår ITL og SEK, men ikke for GBP. Anser man derimod den kurs, hvortil GBP tilsluttedes valutakursamarbejdet i 1990 for korrekt, er også denne valuta nu klart undervurderet.

Med mulig undtagelse af England har man altså accepteret en valutakursudvikling, som indebærer en bekymrende inflationsimpuls.

Hvad har man da opnået på rentefronten?

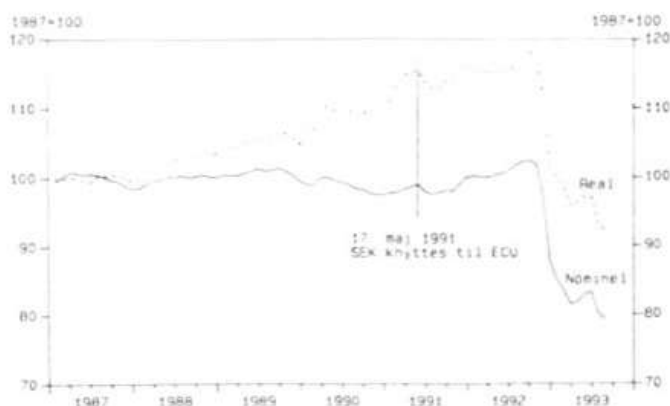
For så vidt angår Italien og Sverige er rentespændet, jf. fig. 2a i forhold til DEM fortsat

Figur 3. Nominel og real effektiv valuta-kurs, England



Anm.: Den reale kurs er baseret på forbrugerprisindeks

Figur 4. Nominel og real effektiv valuta-kurs, Sverige

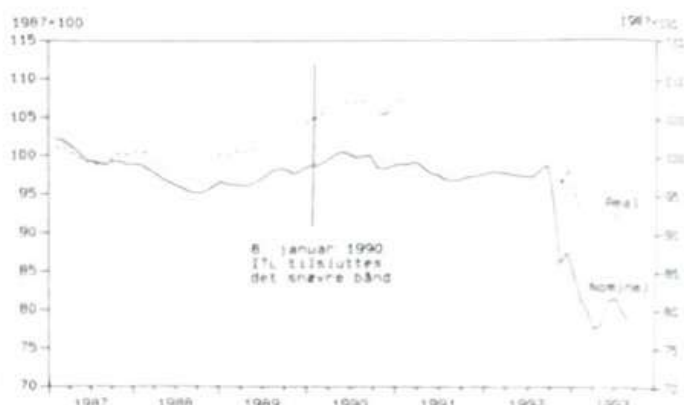


Anm.: Den reale kurs er baseret på forbrugerprisindeks

positivt og af samme størrelsesorden som i maj 1992. Derimod har den engelske rente ikke blot fulgt DEM-renten ned, men har periodevis ligget op til 2 pct., på det sidste dog kun ca. $\frac{3}{4}$ pct., under den tyske.

Det er ikke let at tilbyde nogen forklaring på udviklingen i på den ene side Italien og Sverige, som synes at være havnet i den værste af

Figur 5. Nominel og real effektiv valuta-kurs, Italien

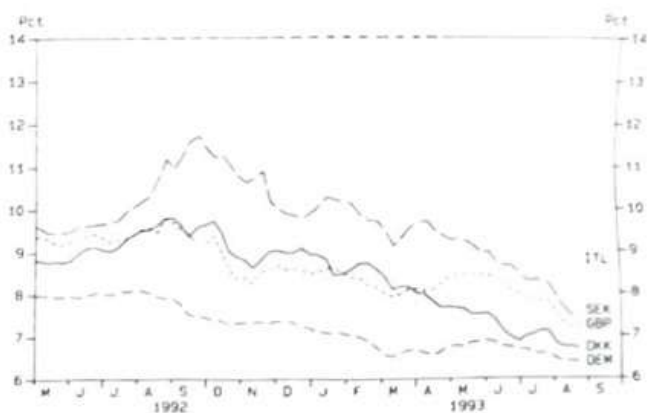


Anm.: Den reale kurs er baseret på forbrugerprisindeks

alle verdener med en klar overreaktion på valutakursen, men uden at kunne nedsætte renten til endelige under det tyske niveau, og på den anden side England, hvor tricket tilsyneladende er lykkedes, medmindre man baserer sig på pundets indtrædelseskurs på 2,95 DEM, men den var der som bekendt delte meninger om.

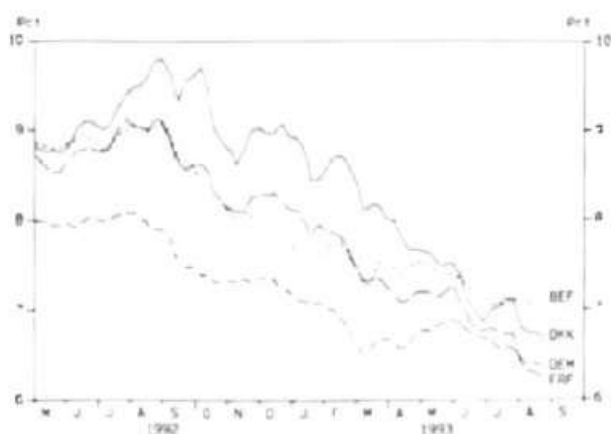
For den lange rentes vedkommende har bevægelserne været væsentligt mere afdæmpede.

Figur 6a. 10-årige statsobligationer



Anm.: Ugegennemsnit

Figur 6b. 10-årige statsobligationer



Anm.: Uge gennemsnit

Her vurderes usikkerheden om valutakursudviklingen på længere sigt åbenbart som så betydelig, at der fortsat er et betydeligt rentespænd til Tyskland også for Englands vedkommende (fig. 6a). For »kernelandene« i fig. 6b er renteforskellene væsentlig mindre (bemærk forskel i målestok), og for Frankrig og Holland (ikke vist) periodevis endog negativ i forhold til Tyskland. Forskellen må dog formentlig tilskrives ønske om diversifikation hos investorerne snarere end egentlige revalueringsforventninger.

Bemærk at markedets fokusering på svaghederne i den belgiske økonomi har påvirket renteutviklingen de seneste måneder – mest markant for den lange rentes vedkommende (fig. 6b).

Sammenfattende må man altså konkludere at den valutamarkedsfilosofi, at en række lande kunne og ville frigøre sig fra en valutakursbinding for at opnå bevægelsesfrihed i rentepolitikken, og som i sig selv fremkaldte valutakrisen, enten beroede på en overfladisk forståelse af de relevante mekanismer, eller en overvurdering af hvor store devalueringer de pågældende lande ville tolerere. England er en halv undtagelse fra denne generalisering.

Noter

1. Ved udgangen af august var den tilsvarende samlede devaluering i forhold til DEM 10-12 pct. for norske kroner og irske pund, ca. 18 pct. for escudos og ca. 22 pct. for pesetas og finske mark.
2. Også det her viste uge gennemsnit af 3-måneders pengemarkedsrenter er selvsagt væsentligt afdæmpet i forhold til de eksotiske rentesatser, der har været rapporteret fra dag-til-dag pengemarkedet, delvis fordi centralbankerne under valutakrisen har holdt markerne i tilsigtet usikkerhed om vilkårene for likviditetstilførslen. For valget af den mere afdæmpede indikator taler dels fremstillingsmæssig overskuelighed, dels at de ekstreme dag-til-dag satser næppe er af større økonomisk relevans uden for penge- og valutamarkedet.