

Valutapolitik og økonomisk aktivitet

Finn Østrup, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

1. Indledning

Det vil være formålet med artiklen at diskutere de konsekvenser, som valutapolitikken har for den økonomiske aktivitet. Tre problemkredse har i særlig grad påkaldt sig interesse og bl.a. været bragt frem under debatten om den danske valutapolitik i 1992-1993, nemlig for det første sammenhængen mellem konkurrenceevne og produktion, for det andet spørgsmålet om muligheden for gennem valutakursændringer at påvirke produktionen samt for det tredje valutapolitikens betydning for renten. Det har ofte været fremført fra officiel side, at valutakursen i hvert fald på længere sigt ikke vil påvirke konkurrencestillingen, samt at en tilknytning af den danske krone til DM vil bidrage til en lavere rente og en lavere inflation og derved i det lange løb til højere aktivitet.

I denne artikel tages det modsatte synspunkt. Det vil blive argumenteret: (1) der er en klar sammenhæng mellem produktion og konkurrenceevne, (2) valutakursændringer påvirker konkurrenceevnen også på længere sigt, samt (3) der er ikke den entydige sammenhæng mellem rente og valutapolitik, som det almindeligvis antages.¹

I afsnit 2 gives en oversigt over de officielle begrundelser, der har været givet for fastkurspolitikken. I afsnit 3, 4 og 5 behandles henholdsvis sammenhæng mellem produktion og konkurrenceevne, sammenhængen

mellem lønstigning og valutapolitik samt sammenhængen mellem rente og valutapolitik. I afsnit 6 vil der blive draget nogle konklusioner for en fremtidig dansk valutapolitik.

2. Begrundelserne for fastkurspolitikken

I de begrundelser, som har været givet for fastkurspolitikken, har der med vekslende styrke været lagt vægt på to forhold, nemlig at fastkurspolitikken har ført til en nedgang i inflationen samt at fastkurspolitikken har bevirket en lavere rente. Det hedder således i Nationalbankens beretning fra 1991: »... Sammen med den øvrige økonomiske politik har fastkurspolitikken betydet, at prisstigningerne er blevet bragt ned på et internationalt meget lavt niveau, og at renteforskellen til de øvrige stabilitetsorienterede økonomier i EF, først og fremmest Tyskland, stort set er blevet elimineret...« (Danmarks Nationalbank, Beretning og regnskab 1991, s. 19).

Ifølge økonomiminister Marianne Jelved har den troværdige danske fastkurspolitik på få år skabt lav rente og inflation og derved medvirket til, at den danske konkurrenceevne er blandt de allerbedste. Endvidere er det Marianne Jelveds vurdering, at Tysklands erfaringer i efterkrigstiden viser, at forskellen mellem en svag og en fast valutapolitik er

inflationens og rentens højde og ikke en svagere vækst og beskæftigelse, tværtimod.²

I »Finansredegørelse 1988« omtales som et element i regeringens flerårige økonomiske politik en »...fastkurspolitik, så inflationen holdes nede, og erhvervene og de finansielle markeder kan disponere langsigtet...« (Finansredegørelse 1988, s. 11). Endvidere fremhæves det, at finansielle investorer både i Danmark og i udlandet vil være mere tilbageholdende med finansielle placeringer i Danmark, hvis der forventes en dansk kursnedskrivning, hvilket ville skabe en højere dansk rente som følge af lavere obligations efterspørgsel. I »Finansredegørelse 1986« påpeges det, at »...Det drastiske fald i renten siden 1982 kan henføres til den stabile kronekurs og tilliden hertil....« (Finansredegørelse 1986, s. 17).

Det er bemærkelsesværdigt, at fastkurspolitikken er blevet tillagt stadig flere resultater, jo mere man har fjernet sig fra 1982-83. Hvis man går længere tilbage i de officielle publikationer, tillægges der fastkurspolitikken færre positive virkninger. I »Finansredegørelse 1986« er det således regeringens indkomstpolitiske initiativer, som tillægges hovedansvaret for den lavere inflation: »...Siden efteråret 1982 er der gennemført en række indkomstpolitiske initiativer, der har bevirket, at de danske lønninger stiger mindre end udlandets, og denne forbedrede konkurrencestilling har medvirket til en kraftig stigning i beskæftigelsen og et fald i arbejdsløsheden...« (Finansredegørelse 1986, s. 189). I finansredegørelsen fra december 1984 fremføres det: »...de indkomstpolitiske initiativer – især fra efteråret 1982 – har bevirket en kraftig opbremsning i løn- og prisstignings-takten...« (Finansredegørelse 1984 og 1985, s. 10). Det fremgår af referencerne i afsnit 5, at fastkurspolitikken heller ikke omtales som en årsag til rentefaldet i 1982-83 i de første år, efter at rentefaldet havde fundet sted.

3. Sammenhæng mellem konkurrencestilling og produktion

Det har lejlighedsvist været fremført, at der ikke er nogen sammenhæng mellem på den ene side produktion, på den anden side konkurrencestilling målt ud fra det relative pris- eller lønniveau over for samhandelslande. Porter (1990) fremfører, at den afgørende konkurrenceparameter er kvalitet, og at det kan være direkte ugunstigt at forsøge at konkurrere på priser gennem f.eks. en devalueringspolitik.

Der har været foretaget en lang række undersøgelser vedrørende elasticiteterne i udenrigshandelen. Undersøgelserne fra udlandet tyder gennemgående på, at import og eksport er priselastiske, dvs. at der bliver en betydelig påvirkning af import- og eksportmængder som følge af ændringer i priser. Således er det konklusionen hos Chouraqui, Driscoll og Strauss-Kahn (1988): »...Available estimates of the medium-term price elasticities of total imports and exports are highly variable both across different countries and across different studies for the same country....The only consistent result for each study is that the sum of import and export elasticities after 2 years exceeds unity, supporting the view of »elasticity optimism«...« (Chouraqui, Driscoll og Strauss-Kahn, 1988, s. 12). En tilsvarende konklusion findes hos Goldstein og Khan (1985). For Danmark peger en undersøgelse af dansk eksport gennemført af Knudsen (1989) i samme retning.

Hvis der er en betydelig påvirkning af import- og eksportmængder må det ventes, at et land også vinder en større andel af den samlede produktion i verden som helhed. Beregninger vedrørende udenrigshandelselasticiteter er imidlertid usikre til belysning af den virkning, der bliver på produktionen ved ændringer i konkurrencestillingen. Det vur-

deres således ikke, i hvilket omfang importerede varer erstattes af indenlandsk producerede varer. Da import og eksport både består af færdigvarer og råvarer, er det vanskeligt at trække en sammenhæng fra udenrigshandel til ændringer i den indenlandske produktion opgjort ved værditilvækst. Endelig er det en vanskelighed ved partielle undersøgelser over elasticiteter i udenrigshandelen, at importen til et land samtidig med en ændring af konkurrenceevnen også kan have været påvirket af efterspørgselsændringer i landet, ligesom eksporten fra landet kan have været påvirket af en samtidig ændring i efterspørgslen i verden som helhed.

For at komme udenom disse problemer er der her valgt en alternativ fremgangsmåde, nemlig direkte at gennemføre beregninger over sammenhængen mellem på den ene side

et lands andel af den samlede industriproduktion (mængder) blandt en gruppe af 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig), på den anden side landets konkurrencestilling opgjort ved landets enhedsarbejdsomkostninger målt i forhold til de 10 andre europæiske landes enhedsarbejdsomkostninger omregnet til samme valuta.³ Talserien for relative enhedsarbejdsomkostninger er hentet fra IMF og går tilbage til 1975, hvorved den undersøgte periode omfatter årene 1975-92. Ved sammenvejningen af de 11 europæiske landes industriproduktion og relative enhedsarbejdsomkostninger er valgt valutakurser fra 1980, ved sammenvejningen af de relative enhedsarbejdsomkostninger for de 11 europæiske industrilande er valgt landets andel af industriproduktionen for det løben-

Tabel 1. Relative enhedsarbejdsomkostninger i forhold til europæiske OECD-lande 1975-92 (1985 = 100)

	Danmark	Belgien	Finland	Frankrig	Holland	Italien	Norge	Sverige	Tyskland	UK	Østrig
1975	105	137	96	110	118	107	84	114	88	73	100
1976	106	140	105	110	120	96	90	127	90	67	100
1977	108	150	103	106	126	95	96	126	98	69	108
1978	110	151	88	111	129	92	96	120	105	79	110
1979	107	141	83	110	123	92	89	114	103	92	103
1980	95	128	86	108	110	87	84	109	96	109	97
1981	89	119	88	106	100	86	87	108	90	118	95
1982	88	100	93	110	103	86	92	97	92	111	98
1983	94	98	93	105	106	96	100	91	98	105	104
1984	95	100	100	100	102	101	102	97	98	101	103
1985	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1986	106	105	96	104	106	101	98	100	111	92	101
1987	118	107	94	103	110	102	104	101	121	91	97
1988	112	104	96	100	108	99	106	106	123	98	92
1989	111	103	98	95	103	106	104	114	122	97	88
1990	114	104	95	95	103	111	100	112	126	97	88
1991	113	106	86	93	104	117	100	115	130	104	86
1992	115	110	68	97	108	124	101	121	139	107	86

Tabellen angiver et lands relative enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til relative enhedsarbejdsomkostninger for de 10 øvrige viste OECD-lande, der er sammenvejnet med landets andel af industriproduktionen for de 10 lande for det pågældende år. Relative enhedsarbejdsomkostninger er målt i samme valuta. Talserien for relative enhedsarbejdsomkostninger er hentet fra IMF, International Financial Statistics (talserie for real effective exchange rate = reu opgjort ved »relative normalized unit labor costs«). For 1992 er angivet relative enhedsarbejdsomkostninger for de første tre kvartaler. For Danmark er de relative enhedsarbejdsomkostninger for 1988-1992 reduceret med 5 procent for at tage højde for virkningen på konkurrencestillingen af omlægningen af arbejdsgiverafgifter med virkning fra 1988.

Tabel 2. Et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande 1975-92

	Danmark	Belgien	Finland	Frankrig	Holland	Italien	Norge	Sverige	Tyskland	UK	Østrig
1975	1,39	3,61	1,45	19,5	3,68	11,8	1,30	3,79	32,1	18,8	2,44
1976	1,37	3,64	1,38	19,6	3,62	12,7	1,23	3,56	32,5	18,0	2,43
1977	1,34	3,58	1,34	20,1	3,57	12,9	1,18	3,27	32,3	17,9	2,50
1978	1,31	3,57	1,38	20,1	3,70	13,2	1,14	3,12	32,3	17,7	2,48
1979	1,33	3,52	1,47	19,8	3,65	14,0	1,12	3,19	32,5	17,0	2,54
1980	1,40	3,62	1,60	19,8	3,73	14,8	1,11	3,22	32,6	15,6	2,63
1981	1,38	3,65	1,68	20,0	3,81	14,8	1,11	3,18	32,8	14,9	2,66
1982	1,41	3,82	1,70	20,3	3,75	14,8	1,12	3,18	32,2	15,0	2,69
1983	1,49	3,91	1,73	20,1	3,70	14,7	1,09	3,30	32,1	15,2	2,70
1984	1,52	3,92	1,75	19,3	3,72	15,0	1,13	3,41	32,1	15,5	2,70
1985	1,53	3,88	1,78	18,7	3,74	15,1	1,14	3,44	32,4	15,6	2,73
1986	1,52	3,91	1,79	18,5	3,74	15,3	1,14	3,39	32,4	15,6	2,75
1987	1,43	3,91	1,83	18,0	3,72	15,6	1,13	3,47	32,1	16,1	2,70
1988	1,38	3,98	1,90	18,0	3,66	15,8	1,02	3,37	31,8	16,3	2,76
1989	1,34	3,97	1,89	18,0	3,76	15,7	0,97	3,30	31,8	16,5	2,79
1990	1,31	4,05	1,84	17,9	3,82	15,5	0,98	3,16	32,5	16,0	2,91
1991	1,31	4,03	1,64	17,8	3,82	15,3	0,97	2,94	33,9	15,3	2,98
1992	1,35	4,09	1,70	17,8	3,87	15,4	1,01	2,86	33,5	15,4	3,03

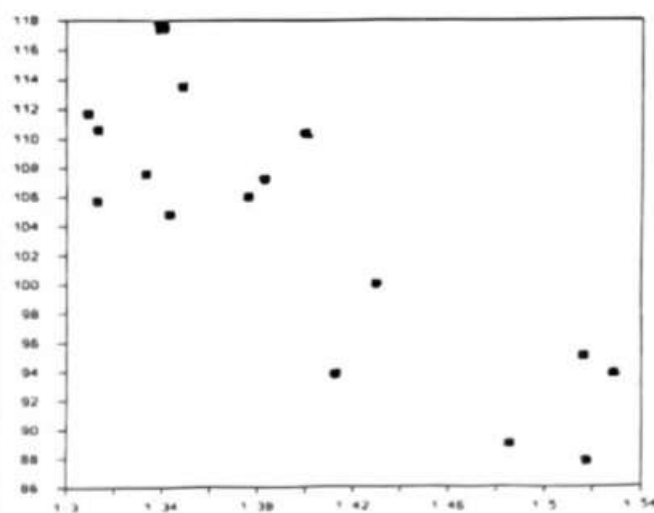
Tabellen viser det pågældende lands andel af industriproduktionen (manufacturing production) for de 11 viste europæiske OECD-lande. Talserier for industriproduktion er hentet fra OECD, National Accounts. For 1991 og 1992 er anvendt angivelser fra OECD, Economic Outlook og OECD, Main Economic Indicators. Industriproduktion er sammenvejet på grundlag af valutakurser for 1980.

de år. De relative enhedsarbejdsomkostninger er for Danmark reduceret med 5 procent for perioden 1988-92 som følge af omlægningen af arbejdsgiverafgifter med virkning fra 1988. Industriproduktionen er målt ved OECD-talserier for »manufacturing production«. Der er kun set på sammenhængen mellem industriproduktion og konkurrencestilling for de europæiske OECD-lande, da der formentlig er en mere usikker påvirkning fra ændringer i konkurrencestillingen for lande, hvor der er store valutakursudsving.

I tabel 1 er vist de relative enhedsarbejdsomkostninger for de 11 europæiske lande opgjort i forhold til de 10 andre europæiske lande. I tabel 2 er vist et lands andel af industriproduktion for de 11 europæiske lande.

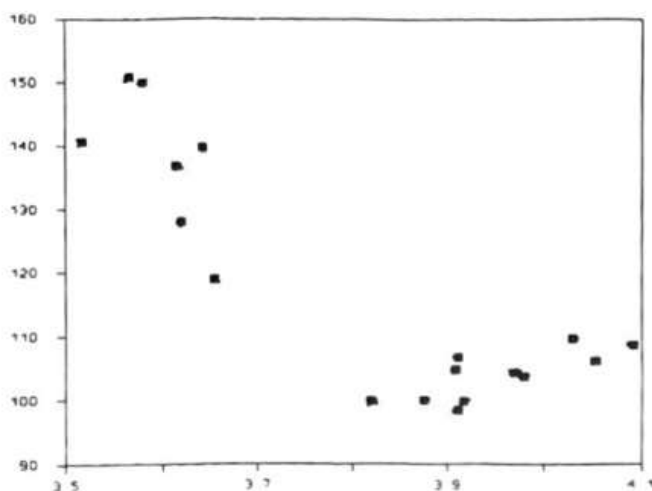
Sammenhængen mellem relative enhedsarbejdsomkostninger og andel af de 11 europæiske landes industriproduktion er i fig. 1a-1d vist for Danmark, Belgien, Sverige og Holland. For Danmark og Sverige er vist sammenhængen mellem andel af industri-

Figur 1a. Sammenhæng mellem et lands konkurrencestilling og et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske lande: Danmark



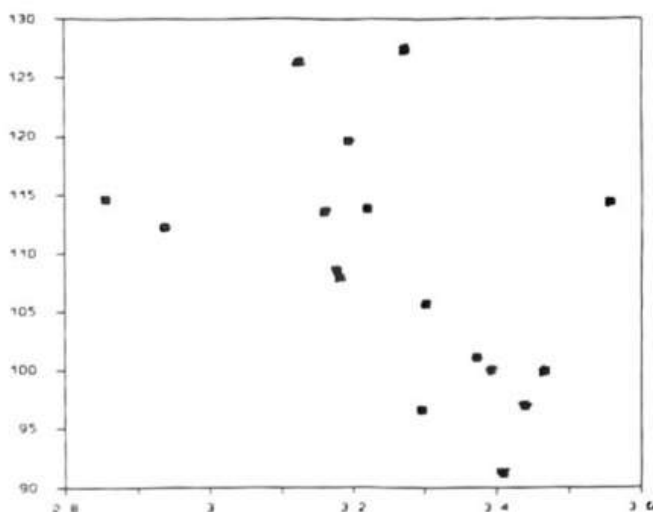
Figuren viser for Danmark sammenhængen mellem (1) andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) (1. akse) samt (2) landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til de 10 andre europæiske OECD-landes enhedsarbejdsomkostninger opgjort i samme valuta (2. akse). De relative enhedsarbejdsomkostninger vedrører året to år forud for industriproduktionsandelen. Hvert punkt viser sammenhængen for et af årene 1977-92.

Figur 1b. Sammenhæng mellem et lands konkurrencestilling og et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske lande: Belgien



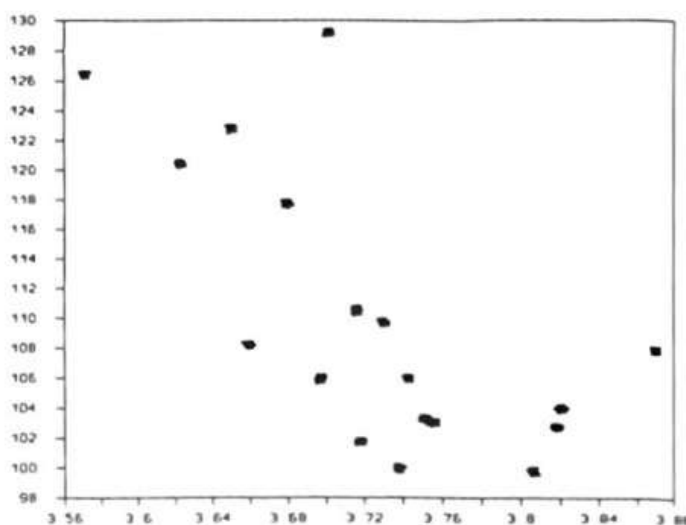
Figuren viser for Belgien sammenhængen mellem (1) andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) (1. akse) samt (2) landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til de 10 andre europæiske OECD-landes enhedsarbejdsomkostninger opgjort i samme valuta (2. akse). Hvert punkt viser sammenhængen for et af årene 1975-92.

Figur 1c. Sammenhæng mellem et lands konkurrencestilling og et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske lande: Sverige



Figuren viser for Sverige sammenhængen mellem (1) andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) (1. akse) samt (2) landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til de 10 andre europæiske OECD-landes enhedsarbejdsomkostninger opgjort i samme valuta (2. akse). De relative enhedsarbejdsomkostninger vedrører året et år forud for industriproduktionsandelen. Hvert punkt viser sammenhængen for et af årene 1976-92.

Figur 1d. Sammenhæng mellem et lands konkurrencestilling og et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske lande: Holland



Figuren viser for Holland sammenhængen mellem (1) andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) (1. akse) samt (2) landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til de 10 andre europæiske OECD-landes enhedsarbejdsomkostninger opgjort i samme valuta (2. akse). Hvert punkt viser sammenhængen for et af årene 1975-92.

produktion og relative enhedsarbejdsomkostninger henholdsvis to år og et år forud. Det ses umiddelbart af fig. 1a-1d, at der i alle de fire lande er en klar sammenhæng mellem andel af industriproduktion og relative enhedsarbejdsomkostninger.

Denne sammenhæng er yderligere bekræftet gennem en statistisk analyse. Den bedste estimation for Danmark er vist i tabel 3. Estimationen giver en forholdsvis god forklaring på den danske andel af de 11 OECD-landes industriproduktion, omend autokorrelationen er forholdsvis stor. Det fremgår af estimationen, at et fald i de danske relative enhedsarbejdsomkostninger på 1 pct.point vil medføre en udvidelse af industriproduktionen på 0,52 procent med en forsinkelse på 2 år.

Tabel 3. Sammenhæng mellem relative enhedsarbejdsomkostninger, industri-produktion og indenlandsk efterspørgsel i Danmark

Der kan findes følgende relation for bestemmelse af Danmarks andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande estimeret over perioden 1977-92:

$$\text{INDUDAN} = 1,194 - 0,521 \text{ RELARBDAN} (-2) \\ (6,915) (-6,079)$$

$$R^2 = 0,73 \text{ D.W.} = 1,30 \text{ F}(1,14) = 36,95 (0,0000)$$

INDUDAN = dansk andel af industriproduktion (udtrykt ved logaritme) for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig)

RELARBDAN (-2) = relative enhedsarbejdsomkostninger for Danmark (udtrykt ved logaritme) med et lag på 2 år opgjort i forhold til de relative enhedsarbejdsomkostninger for 10 andre europæiske OECD-lande (Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) sammenvejet med landenes andel af industriproduktionen for det løbende år.

4. Sammenhæng mellem valutakurs og lønstigning

Det har ofte været fremført, at en valutakursændring over for et gennemsnit af samhandelslande ikke kan påvirke konkurrencestilling – og derved heller ikke produktion – på længere sigt, idet valutakursændringer vil føre til lønstigninger, der genetablerer en tidligere konkurrencestilling. Der tages herved udgangspunkt i en hypotese om en uændret naturlig ledighed på længere sigt, hvor aktørerne på arbejdsmarkedet gennem lønfastsættelsen vil sigte efter et bestemt ledighedsniveau.

Det er vanskeligt at finde støtte for dette synspunkt i de empiriske data. I fig. 2a-2d er for Danmark, Belgien, Sverige og Holland vist sammenhængen mellem på den ene side lønstigning, på den anden side ændring i nominal effektiv valutakurs. Det fremgår klart, at der ikke er nogen sammenhæng mellem valutakursændring og lønstigning.

Det ses således af fig. 2a, at den danske lønstigning efter i en årrække at have ligget på omkring 10 pct. ved overenskomstfornyelsen i foråret 1983 bringes ned på 4-5 pct., hvor den siden har ligget, afbrudt af en periode i

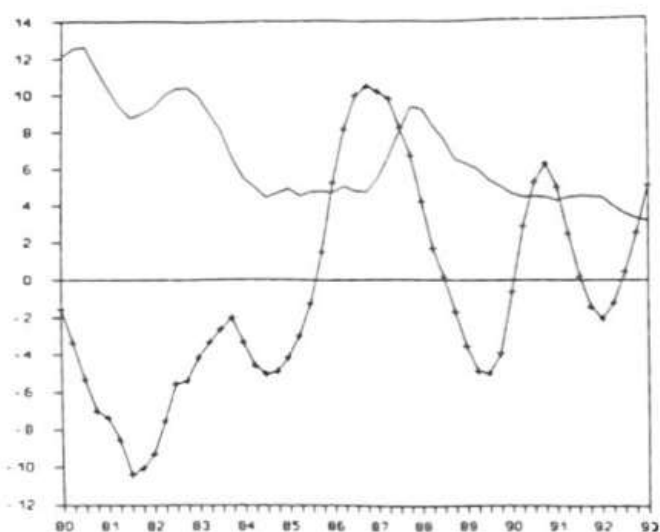
1987-88 med en lønstigning på 7-10 pct. Det ses, at den nominelle effektive valutakurs samtidig har undergået store udsving, uden at det har påvirket lønstigningstakten. Frem til 1985 var der således tale om en betydelig effektiv depreciering. På trods af denne effektive depreciering faldt lønstigningen. Siden 1985 har der overvejende været tale om en effektiv appreciering af den danske krone, mens lønstigningen har været stort set uændret eller – i 1987-88 – lå på et højere niveau.

Ses der på sammenhængen i Sverige mellem lønstigning og udvikling i nominal effektiv valutakurs er det også vanskeligt at finde tegn på, at en devaluering skulle føre til en højere lønstigning. Den svenske lønstigning har – med forholdsvis store udsving – gennem 80'erne bevæget sig mellem ca. 6 pct. og ca. 10 pct. Der har ikke været tegn på, at den betydelige svenske devaluering skulle have ført til højere lønstigning. Tværtimod fremgår det af fig. 2b, at der umiddelbart efter den svenske devaluering i oktober 1982 var tale om en faldende lønstigning. Det ses da også af tabel 1, at Sverige gennem den effektive depreciering i 1982-83 kraftigt forbedrede sin konkurrencestilling, og at denne kon-

kurrencefordel blev fastholdt frem til ca. 1988.

Hypotesen fremført ovenfor, at lønstigning ikke er påvirket af valutakursændring, og hypotesen fremført i afsnit 3, at konkurrencestilling påvirker industriproduktion, medfører tilsammen, at det gennem en devaluering er muligt at påvirke industriproduktionen. Det fremgår da også af tabel 2, at Danmark som resultat af deprecieringen af den effektive kronekurs i 1980-1984 var i stand til at udvide sin andel af industriproduktionen i forhold til de øvrige europæiske OECD-lande. Problemet for Sverige synes at være, at der på længere sigt er tale om et tab

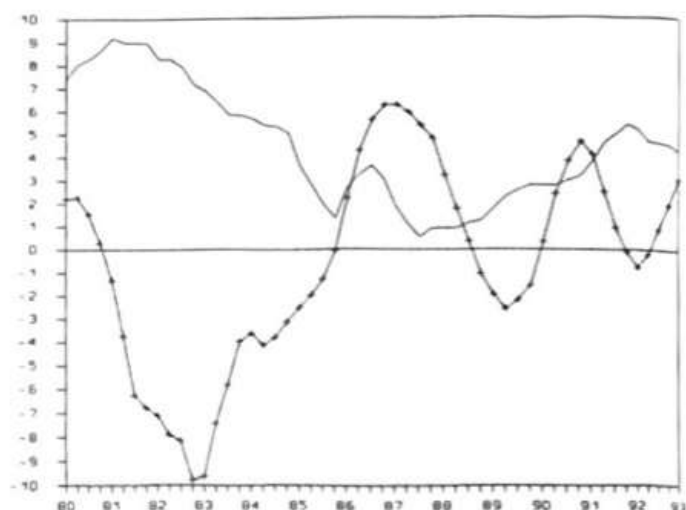
Figur 2a. Sammenhæng mellem lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs 1980-1993: Danmark



Figuren viser sammenhængen for Danmark mellem på den ene side lønstigning, på den anden side stigning i den nominelle effektive valutakurs. Talserien for lønstigning er hentet fra OECD, Main Economic Indicators, og repræsenterer »hourly earnings in manufacturing«. Talserien for nominal effektiv valutakurs er hentet fra IMF, International Financial Statistics (for perioden 1980-89 er anvendt talserie vejlet med MERM-vægte). Lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs er angivet som gennemsnittet af år-til-år stigning for det pågældende kvartal og de tre forudgående kvartaler. Kurven mærket med symboler angiver ændring i effektiv valutakurs, den fuldt optrykte kurve angiver lønstigningstakt.

af industrimarkedsandele, hvilket kan skyldes strukturelle forhold. Dette tab af industrimarkedsandele blev standset i 1982-1989 som følge af deprecieringen af den svenske krone i 1982-83.

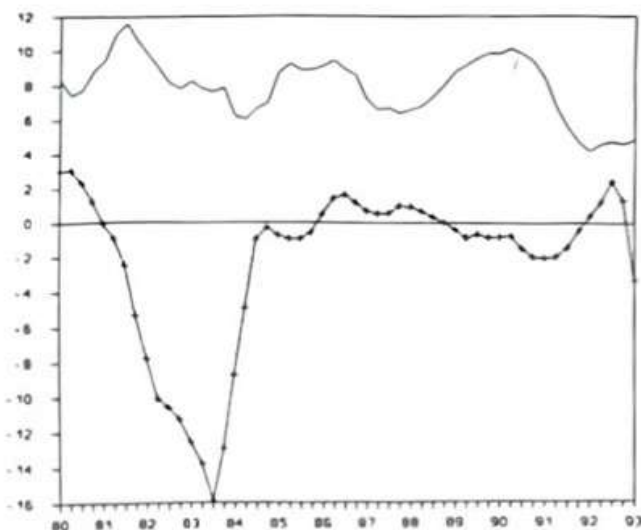
Figur 2b. Sammenhæng mellem lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs 1980-1993: Belgien



Figuren viser sammenhængen for Belgien mellem på den ene side lønstigning, på den anden side stigning i den nominelle effektive valutakurs. Talserien for lønstigning er hentet fra OECD, Main Economic Indicators, og repræsenterer »hourly rates in manufacturing«. Talserien for nominal effektiv valutakurs er hentet fra IMF, International Financial Statistics (for perioden 1980-89 er anvendt talserie vejlet med MERM-vægte). Lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs er angivet som gennemsnittet af år-til-år stigning for det pågældende kvartal og de tre forudgående kvartaler. Kurven mærket med symboler angiver ændring i effektiv valutakurs, den fuldt optrukne kurve angiver lønstigningstakt.

Blandt internationale økonomer har den mest udbredte forklaring på EMS-samarbejdet været den såkaldte disciplin-hypotese, hvor det synspunkt fremføres, at EMS-medlemskabet – ved at et land underlægges en tysk pengepolitisk »disciplin« – vil føre til en lavere inflation på grund af de større politiske omkostninger, der i EMS er forbundet med devalueringer.⁴ I Danmark har EMS-

Figur 2c. Sammenhæng mellem lønstigning og stigning i nominel effektiv valutakurs 1980-1993: Sverige



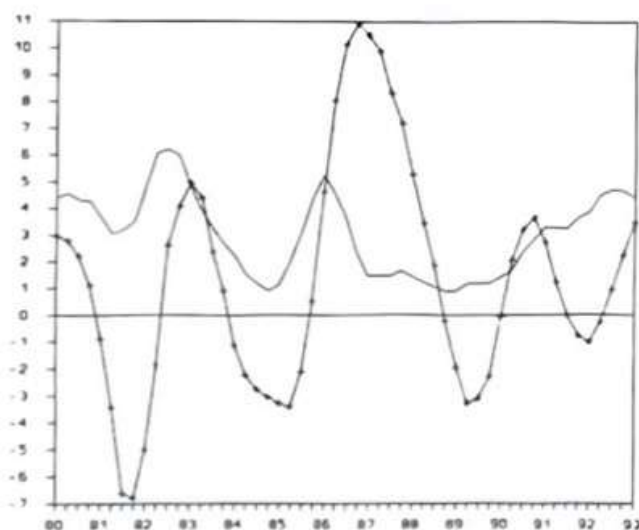
Figuren viser sammenhængen for Sverige mellem på den ene side lønstigning, på den anden side stigning i den nominelle effektive valutakurs. Talserien for lønstigning er hentet fra OECD, Main Economic Indicators, og repræsenterer »hourly rates in manufacturing«. Talserien for nominel effektiv valutakurs er hentet fra IMF, International Financial Statistics (for perioden 1980-89 er anvendt talserie vejet med MERM-vægte). Lønstigning og stigning i nominel effektiv valutakurs er angivet som gennemsnittet af år-til-år stigning for det pågældende kvartal og de tre forudgående kvartaler. Kurven mærket med symboler angiver ændring i effektiv valutakurs, den fuldt optrukne kurve angiver lønstigningstakt.

medlemskabet ofte været fremhævet som en årsag til den lave danske inflation siden 1982-83, jfr. afsnit 2.

De undersøgelser, der har været gennemført af inflationsnedgangen i EMS-lande sammenholdt med andre lande, giver meget forskellige resultater, og også på en række andre områder kan disciplin-hypotesen udsættes for kritik.⁵

For Danmarks vedkommende er det ikke sandsynligt, at inflationsnedgangen i 80'erne skyldes fastkurspolitikken. Den lavere inflation i Danmark kan i første række henføres til overenskomstfornyelsen i marts 1983, hvor arbejdsmarkedets parter aftalte en mar-

Figur 2d. Sammenhæng mellem lønstigning og stigning i nominel effektiv valutakurs 1980-1993: Holland



Figuren viser sammenhængen for Holland mellem på den ene side lønstigning, på den anden side stigning i den nominelle effektive valutakurs. Talserien for lønstigning er hentet fra OECD, Main Economic Indicators, og repræsenterer »hourly rates in manufacturing«. Talserien for nominel effektiv valutakurs er hentet fra IMF, International Financial Statistics (for perioden 1980-89 er anvendt talserie vejet med MERM-vægte). Lønstigning og stigning i nominel effektiv valutakurs er angivet som gennemsnittet af år-til-år stigning for det pågældende kvartal og de tre forudgående kvartaler. Kurven mærket med symboler angiver ændring i effektiv valutakurs, den fuldt optrukne kurve angiver lønstigningstakt.

kant lavere lønstigning. Denne overenskomstfornyelse skete den 9. marts 1983, mens EMS-kursjusteringen, der indebar en overraskende opskrivning af den danske krone i forhold til en række andre valutaer, bl.a. belgierfranc og franske franc, og som for alvor gav tillid til fastkurspolitikken, først blev gennemført den 21. marts 1983, altså efter overenskomstfornyelsen. Det kunne have givet tillid til fastkurspolitikken, at Danmark undlod at devaluere i forbindelse med den svenske devaluering i oktober 1982, men på den anden side kunne det også have været forventet, at Danmark ville benytte den førstkommande generelle EMS-justering – dvs. kursjusteringen i marts 1983 – til at gennemføre en nedskrivning af kronen. Dette

ville have svaret til den danske valutapolitik i de forudgående år, hvor man ikke selv bad om en devaluering, men udnyttede generelle kursjusteringer til nedskrivninger af kronen. Det ses da også, at fastkurspolitikken i officielle redegørelser m.v. i årene umiddelbart efter 1983 ikke omtales som årsag til inflationsnedgangen, jfr. afsnit 2.

At Sverige ikke har oplevet samme inflationsnedgang som en række af EMS-landene kan forklares ved, at ledigheden i Sverige gennem 80'erne har ligget på et lavere niveau end i de fleste andre OECD-lande, og at ledigheden i Sverige – ligeledes i modsætning til de fleste andre OECD-lande – har ligget på stort set samme niveau gennem 80'erne som gennem 70'erne.

5. Valutapolitikens påvirkning af renten

Det har ofte været fremført, at fastkurspolitikken med en tæt tilknytning til DM eller ECU har været en hovedårsag til rentefaldet i 1982-83, og at den lavere rente i 80'erne har bidraget til en større økonomisk aktivitet, jfr. afsnit 2.

En fast kronekurs over for DM vil gradvist tilnærme den danske rente til det tyske niveau, men tidshorisonten afhænger af, i hvilket omfang de finansielle markeder fungerer effektivt. Der kan stilles spørgsmål ved, i hvilket omfang denne sidste forudsætning er opfyldt. Der har været perioder fra 1983 til 1993, hvor det er svært at forklare den danske rentedannelse. Det er således uklart set fra en rationel betragtning, hvorfor den danske rente skulle falde i forhold til den tyske frem til sommeren 1986 samtidig med en stor stigning i betalingsbalanceunderskuddet, mens renten i efteråret 1986 stiger markant samtidig med omslaget i betalingsbalancen og efter en række økonomisk-

politiske tiltag, der rationelt burde øge tilliden til fastkurspolitikken.

De store udenlandske køb af danske kroneobligationer viser, at den danske rente ikke har været fastsat som den udenlandske rente med tillæg af forventning om valutakursændring og risikopræmie, som det skulle være tilfældet, hvis de finansielle markeder fungerer effektivt. Hvis den danske rente havde svaret til den udenlandske med tillæg af forventet valutakursændring og risikopræmie måtte det forventes, at udenlandske placeringer i danske obligationer udelukkende afspejler en porteføljespredning. Dette stemmer ikke med de meget store udenlandske nettokøb af danske kroneobligationer, der klart viser, at udenlandske investorer finder den danske rente høj. Udover skattespekulation har der modsat kun været få danske køb af udenlandske obligationer.

Fastkurspolitikens indflydelse på den danske rente har især været begrundet med det bratte rentefald i 1982-83, jfr. Andersen og Risager (1988) samt undersøgelserne gennemført af Christensen (1988).⁶ Det er imidlertid sandsynligt, at dette rentefald i hvert fald delvist var en reaktion oven på et meget højt renteniveau i 1982, der bl.a. skyldtes rygter om statsbankerot. Hoffmeyer (1993) fremhæver, at det er vanskeligt at pege på en enkelt årsag til rentefaldet i 1982-83: »... Realtilpasningen i 1979-82, tilbagevenden til fastkurspolitikken i september 1982 og saneringsplanen i oktober ... virkede samlet som et regimeskift og genoprettede tilliden til den økonomiske politik. Det fik meget hurtigt et uventet stærkt rentefald til følge ... Forventningsdannelsen har været gjort til genstand for mange analyser, da den spiller en så stor rolle for det økonomiske forløb. Det er uhyre svært – for ikke at sige umuligt – at vurdere betydningen af de faktorer, der spiller en rolle. Selv i et så klart forløb som rentefaldet fra efteråret 1982 til foråret 1983 må man nøjes

med at nævne finanspolitikken, kronekurspolitikken og lønudviklingen, mens det ikke kan antages ... at der er nogen, der med rimelig mening kan afgøre, hvor meget hvert af de tre elementer har betydet ...» (Hoffmeyer, 1993, s. 95).

Iøvrigt er det bemærkelsesværdigt, at der ikke i andre EMS-lande, som er gået over til en fastkurspolitik, har været lignende episoder med et markant rentefald. Dette kunne f.eks. have været forventet for Belgien, hvis økonomiske situation i de første år af 80'erne lignede den danske, og hvis valutapolitik 1982-83 nøje svarede til den danske. Dette kunne også have været forventet for Frankrig, hvis regering i foråret 1983 beslutter sig for at forblive i EMS, og som iværksætter en kraftig stramning af den økonomiske politik.

I de officielle redegørelser, der blev publiceret i årene nærmest efter rentefalder i 1982-83, lægges der heller ikke vægt på fastkurspolitikken som den eneste årsag til rentefaldet. I »Finansredegørelse 1987« påpeges det, at »... Den økonomiske politik, især indkomstpolitikken, fastkursspolitikken og den stramme finanspolitik, har skabt grundlag for en halvering af renten siden 1982 ...« (Finansredegørelse 1987, s. 19). Endvidere hedder det: »... De positive resultater siden 1982 er hovedsagelig opnået ved en forbedring af konkurrenceevnen og ved en stram udgiftspolitik. Denne indsats har – sammen med fastkurspolitikken – muliggjort, at renten siden 1983 har ligget på et betydeligt lavere niveau end i årene umiddelbart før 1982 ...« (Finansredegørelse 1984 og 1985, s. 37).

Selv om der med tiden sker en tilnærmelse af den danske rente til den tyske, hvis der holdes en fast kurs over for DM, er dette ikke ensbetydende med det modsatte udsagn, nemlig at der ikke kan nås en lavere rente, hvis DM-tilknytningen opgives. Det fremgår af tabel 4, at flere af de lande, hvis valutaer gennemgik

en depreciering i 1992-1993, har oplevet et markant rentefald. De største rentefald har fundet sted i Italien, Sverige og Finland.

Det er spørgsmålet, hvorfor det har været muligt for lande, som har gjort deres valutaer flydende, at opnå et rentefald i forhold til DM. En årsag kan være den fuldstændig ændrede betalingsbalancesituation i 1993 i forhold til situationen i 80'erne. I begyndelsen af 80'erne havde Tyskland et betalingsbalanceoverskud, mens de øvrige lande havde underskud. I denne situation skulle de øvrige lande tiltrække kapital, og det var nødvendigt med en høj rente, hvis størrelse kunne mindskes gennem større tillid til en fast kurs over for overskudslandet. I 1993 er situationen vendt, idet Tyskland har et stort betalingsbalanceunderskud. Hvis et underskudsland i denne situation vil skabe plads for en lavere rente, ville det være hensigtsmæssigt med valutastabilitet over for de overskudslande, der i dag findes i verden (hvilket set fra et europæisk synspunkt vil være svært, da det i hovedsagen er Japan, som har overskud). For de EF-lande, som har betalingsbalanceoverskud, kan der – hvis der ses bort fra gæld optaget i landets egen valuta i tidligere perioder – opnås en lavere rente ved at skabe valutaustabilitet, idet investorerne herved vil blive mere tilskyndede til at placere i landets egen valuta (jfr. International Capital Asset Pricing-modellen).

Rentefaldet i de deprecierende lande er et yderligere argument mod disciplin-hypotesen som forklaring på EMS-samarbejdet (se afsnit 4). Hvis EMS havde medført disciplin i retning af at holde en lavere inflation, måtte der ventes en stigning i den lange rente i forhold til den tyske rente, hvis DM-tilknytningen opgives. Det ses altså af tabel 4, at dette ikke har været tilfældet.

Tabel 4. Ændring i den lange rente august 1992-juli 1993

	Lang rente i august 1992	juli 1993
Østrig	8,7	6,7
Tyskland	8,2	6,6
Belgien	9,1	7,2*
USA	7,2	6,3
Frankrig	9,2	6,9
Italien	12,5	9,3
Norge	10,0	6,5*
Holland	8,3	6,8
UK	9,4	7,6
Sverige	10,6	8,2
Finland	12,8	8,4*

* juni 1993. Renten for Tyskland androg 6,8 pct. i juni 1993.

Renten er vist for følgende typer af obligationer: Østrig: public sector bonds; Tyskland: public bonds med løbetid på 7-15 år; Belgien: central government bonds; USA: composite of government bonds med løbetid over 10 år; Frankrig: central government bonds; Italien: treasury bonds; Norge: central government bonds med løbetid; Finland: taxable public sector bonds. Kilde: OECD, Financial Statistics

6. Konklusioner for en fremtidig valutapolitik

Det var konklusionen ovenfor, at valutakursen er et effektivt middel til at påvirke ledighed og produktion. Det blev påvist, at et lands konkurrencestilling påvirker produktionen, og at valutakursændringer også på længere sigt er et virkningsfuldt middel til at påvirke konkurrencestillingen. Det er tvivlsomt, i hvilket omfang ændringer i valutapolitikken påvirker renten.

En hovedkonklusion af det ovenstående må være, at det ikke er ønskeligt, hvis der lægges for stor politisk prestige i at fastholde en bestemt valutakurs. Da valutakursen er et virkningsfuldt instrument til at påvirke ledighed, kan en overdreven fastholden af en bestemt kurs udløse et spekulativt pres, idet der bliver en forskel på myndighedernes økonomiske mål og myndighedernes politisk bestemte mål om en bestemt valutakurs.

Dette blev demonstreret under valutakrisen i 1992-93. Aktørerne på de finansielle markeder spekulerede mod en valuta ikke på grund af landebestemte forskelle med hensyn til »fundamentals«, f.eks. forskelle med hensyn til inflation eller betalingsbalancesaldi, men fordi de finansielle aktører havde en vurdering af, at myndighederne i nogle lande ikke var interesseret i at afholde de kortsigtede omkostninger i form af en høj kort rente ved at fastholde en valutakurs, fordi myndighederne dybest set havde et ønske om at reducere ledigheden.

Valutakursændringer er set i et internationalt perspektiv udtryk for en »beggar-thy-neighbour-politik og indebærer herved en risiko for en ukoordineret økonomisk tilpasning. Heraf følger imidlertid ikke, at man fra dansk side skal undlade at anvende instrumentet, hvis andre lande indleder en politik med devalueringer. Tværtimod kan det argumenteres, at et land bidrager til, at der ikke fremover foretages konkurrerende devalueringer og derved til international »disciplin«, hvis landet selv justerer sin valutakurs nedad og således ikke passivt lader andre lande føre en politik, der eksporterer ledigheden til de ikke-devaluerende lande.

Valutakursens påvirkning af aktiviteten styrker argumentationen for en total fastlåsning af de europæiske valutakurser og indførelsen af en fælles møntenhed. Når valutakursen kan anvendes effektivt til at påvirke aktivitet, vil der altid forekomme situationer, hvor myndighederne vil være fristede til at anvende valutakursen for at øge produktionen på andre landes bekostning, og hvor aktørerne på de finansielle markeder gennem et spekulativt pres vil tilskynde myndighederne til at anvende denne løsning. Det var dette, som skete med valutakrisen i 1992-93.

Noter

1. Tesiserne svarer til de synspunkter, der har været bragt frem af forfatteren i avisdebatten om den danske valutapolitik under valuta-krisen i 1992-93. I udtalelser til bl.a. Politiken i november 1992 samt til Berlingske Tidende og Politiken den 31.7.1993 har forfatteren forsvaret en dansk devaluering i efteråret 1992 for at opretholde konkurrencestillingen over for samhandelslandene samt en fortsat dansk tilknytning til et europæisk fastkurssamarbejde.
2. Indlæg af økonomiminister Marianne Jelved i Børsen den 15.2.1993. I et interview i tidsskriftet »Finans & Samfund« udtaler Marianne Jelved: »....jeg tror ikke, at bl.a. Sverige har gavn af sin devaluering. På et eller andet tidspunkt kommer inflationen, bl.a. som følge af de forhøjede importpriser. Det har vi set hver gang. Sverige devaluerede med 16 pct. i 1982. Det hjalp dem jo ikke, for de fik ikke styr på deres udgiftspolitik. Sverige må nu indstille sig på den hestekur, Danmark tog fat på i 1982. Der er ingen nemme veje...« (Finans & Samfund, nr. 6, 1993, s. 24).
3. Så vidt vides, har tilsvarende beregninger ikke tidligere været gennemført.
4. De første formaliserede fremstillinger af disciplin-hypotesen findes Giavazzi og Pagano (1988) samt i Giavazzi og Giovannini (1989). Synspunktet har dog været fremført tidligere i Østrup og Kristensen (1986), ligesom Thygesen (1984) fremfører en anden variant af disciplin-hypotesen. Fremstillinger af teorien bag EMS findes bl.a. hos Thygesen og Gros (1992) samt hos Østrup (1992).
5. Se Østrup (1992).
6. Andersen og Risager (1988) fremhæver dog, at også regeringens indkomstpolitik og stramningen af finanspolitikken kan have spillet en rolle for rentefaldet.

Litteratur

- Andersen, T.M. og Risager, O. Stabilization Policies, Credibility, and Interest Rate Determination in a Small Open Economy. *European Economic Review*, 32, 669-679.
- Chouraqui, J. C., Driscoll, M. og Strauss-Kahn, M. O. 1988. The Effects of Monetary Policy on the Real Sector: An Overview of Empirical Evidence for Selected OECD Countries. *OECD Working Papers*, no. 3.
- Christensen, M. 1988. Troværdighedens betydning i den økonomiske politik. *finans/invest* 2/88, 7-14.
- Giavazzi, F. og Giovannini, A. 1989. Limiting Exchange Rate Flexibility – the European Monetary System. MIT Press.
- Giavazzi, F. og Pagano, M. 1988. The Advantage of Tying One's Hands. *European Economic Review*, 32, 1055-1082.
- Goldstein, M. og Khan, M. S. 1985. Income and Price Effects in Foreign Trade. Optrykt i R. W. Jones og P. B. Kenen (red), *Handbook of International Economics*, vol. 2. Elsevier Science Publishers, 1041-1105.
- Hoffmeyer, E., 1993. Pengepolitiske problemstillinger 1965-1990. *Dansk Pengehistorie* 5, Danmarks Nationalbank.
- Knudsen, D. 1989. Estimation af Industrieksportens Priselasticitet. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bd. 127, nr. 3, 213-228.
- Porter, M. 1990. *The Competitive Advantage of Nations*. Macmillan.
- Thygesen, N. 1984. Exchange-Rate Policies and Monetary Targets in the EMS Countries. Optrykt i R. S. Masera og R. Triffin (red), *Europe's Money – Problems of European Monetary Co-ordination and Integration*. Oxford University Press, 1984, 262-286.
- Thygesen, N. og Gros, D. 1992. *European Monetary Integration – From the European Monetary System to European Monetary Union*. Longman, 1992.
- Østrup, F. 1992. *The Development of the European Monetary System*. Jurist-og Økonomforbundets Forlag, 1992.
- Østrup, F. og Kristensen, J. P. 1986. *Det Økonomiske Samarbejde i EF*. Jurist-og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave, 1986.