

Fastkurspolitik, penge- og finanspolitik

Claus Vastrup

Professor emeritus

Aarhus Universitet (licl@mail.dk)

I årtier har beskrivelser og analyser af valutakursregimer taget udgangspunkt i "den umulige trekant" (ofte under navnet "the macroeconomic policy trilemma"), der i overensstemmelse med den åbne renteparitet angiver, at det ikke er muligt for et land samtidig at have frie kapitalbevægelser, uafhængig penge- og rentepolitik samt fastkurspolitik. I den økonomiske politik er man derfor nødt til at fravælge (i hvert fald) et af de tre forhold. "Despite the clarity and simplicity of this prediction, one is surprised by the frequency with which the lessons of the trilemma seem to be disregarded by policymakers, even today". (Obstfeld m.fl. (2005, s. 423).

Keywords: The policy trilemma, fix exchange rates, fiscal policy in small, open economies

JEL: E63, F32, F41, H63

1. Dansk Valutapolitik

Danmark har efter den 2. verdenskrig med undtagelse af en kort periode fra slutningen af 1970'erne og indtil 1982 haft en fast valutakurs som erklæret politik. Denne fastkurspolitik var indtil 1980'erne kombineret med mere eller mindre snærende valutarestriktioner først på alle transaktioner og siden alene på kapitalbevægelser. I hele perioden var de frie kapitalbevægelser således fravalgt og større eller mindre selvstændighed i dansk pengepolitik tilvalgt i overensstemmelse med "den umulige trekant".

Siden den fulde liberalisering i 1988 af kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet, der var et led i den finansielle integration i EU, er selvstændig pengepolitik fuldgældigt valgt fra. Det danske renteniveau har siden været afhængig af renteniveauet i den omverden, hvortil Danmark har knyttet sin valuta. Efter

etableringen af euroen har det entydigt været eurozonen. Men graden af overensstemmelse mellem renteniveauerne og dermed renteforskellen mellem ind- og udland har været afhængig af graden af tillid til den danske fastkurspolitik.

En sådan tillid opnås ikke alene ved erklæringer, men også som følge af den førte politik, hvor Nationalbankens rentepolitik nok kan have en vis betydning i perioder med turbulens på valutamarkedene, men rentepolitikken kan vanskeligt være den endegyldige forklaring på tillid og troværdighed om fastkurspolitikken. Det skyldes, at renteforskelle mellem Danmark og eurozonen som følge af de frie kapitalbevægelser primært er udtryk for graden af markedets tillid til fastkurspolitikken. Afvigelser fra denne tillid følger ikke nødvendigvis snævert afvigelserne fra de underliggende forhold, der skal til for at sikre denne tillid. I perioder, hvor manglende tillid (endnu) ikke har manifesteret sig i markedet, eksisterer mulighederne for en selvstændig pengepolitik ikke, hvorfor en sådan politik ikke tids nok kan bruges i forhold til en u hensigtsmæssig udvikling på f.eks. betalingsbalancens løbende poster. Det komplicerer ligeledes anvendelsen af pengepolitikken, at dennes realøkonomiske virkninger fremkommer med tidsforskydning.

Det interessante spørgsmål er derfor, hvilke krav der stilles til andre dele af den økonomiske politik, for at der i alle situationer kan etableres troværdighed om en fastkurspolitik. Spørgsmålet er i dansk sammenhæng påtrængende som følge af først den kombinerede finans- og valutakrise i 2008, hvor der var et nedgående pres på kronen, og siden markedspresset i begyndelsen af 2015 for en opskrivning af den danske valuta. På det generelle plan er spørgsmålet relevant som følge af, at valutakursregimer med selvstændige valutaer og fast valutakurs i andre tilfælde ofte har vist sig at have begrænset levetid (se f.eks. Klein og Shambaugh, 2010, kap. 4).

2. Fastkurspolitik og intervention

Fastkurspolitik kan selvfølgelig gøres (forholdsvis) troværdig gennem tilslutning til en monetær union. Det skyldes, at centralbankernes interventioner i form af køb og salg af udenlandsk valuta mod indenlandsk mønt til fastholdelse af valutakurserne mellem medlemslandene ikke eksisterer/ikke er mulig/ikke er nødvendig som følge af den fysiske cirkulation af en fælles mønt. Troværdighed opnås i første omgang, fordi den fælles mønt formodes at være vanskelig at erstatte med (nye) selvstændige nationale mønter og sedler. Denne troværdighed om eller fravær af valutakurser giver medlemslandene en vis frihed i den øvrige økonomiske politik, som det af hensyn til helheden er nødvendig at koordinere eller sætte grænser for. Det gælder især for finanspolitikken, og derfor har f.eks. eurozonen fastsat regler herom i vækst- og stabilitetspagten m.v.

Den fysiske binding af valutakursen som følge af en fælles mønt findes ikke mellem lande med selvstændige valutaer, hvorfor omdrejningspunktet i et fastkursregime her er centralbankernes intervention i valutamarkedet. I formelle aftaler om fastkursregimer er det en sådan pligt til intervention, som er det første og centrale element i aftalen.

Da valutakurser er relative priser, vil antallet af forpligtelser til intervention ofte eller i hvert fald reelt være en mindre end antallet af deltagende valutaer. Det såkaldte n-1 forhold, hvor n er antallet af deltagende valutaer, var et centralt element i Bretton Woods systemet, der var bygget op som et fastkurssystem med interventionspligt i forhold til US-dollar. Konstruktionen gav anledning til kritik af USA's manglende forpligtelse til (og mulighed) for fastholdelse af dollarens værdi i forhold til de andre valutaer i samarbejdet. De andre deltagere havde derimod interventionsforpligtelse og derfor en valutakurspolitik. USA havde ikke (mulighed for) en sådan politik, men (formel) frihed i andre dele af sin økonomiske politik. I størstedelen af perioden havde USA dog pligt til at indløse US-dollar med guld.

Andre fastkursregimer kender selvfølgelig også denne problemstilling. Det gælder f.eks. EMS-samarbejdet, hvor Tyskland var landet uden forpligtelse til intervention. Den samme frihed gælder (reelt) også for eurozonen i ERM2-samarbejdet, men på grund af størrelsesforholdene har det her kun minimal betydning. Interventionsforpligtelsen er i ERM2 (reelt) hos de andre deltagere i samarbejdet og dermed hos Danmark, der således har et formelt og reelt ansvar for sin egen fastkurspolitik.

Det ændres ikke som følge af de udsvingsmarginer omkring den faste valutakurs, som er aftalt eller udmeldt. Sådanne marginer er, så længe de er af begrænset omfang, alene en praktisk foranstaltning, som skal reducere behovet for centralbankens interventioner på valutamarkedet. Så længe den aktuelle valutakurs er inden for udsvingsmarginen, har centralbanken en meget begrænset frihed til at påvirke rente- og likviditetsforhold i den pågældende valuta, og så snart valutaen rammer den øvre eller nedre interventionsgrænse, skal centralbanken intervenere. I et fastkurssystem mellem selvstændige valutaer er intervention i valutamarkedet derfor det centrale eller afgørende pengepolitiske instrument.

3. Finanspolitik

Det er selvfølgelig et væsentligt spørgsmål, hvilke begrænsninger et fastkurskurs-samarbejde med interventionsbehov og evt. -pligt lægger på den øvrige økonomiske politik. I tilfælde af spekulation i en nedskrivning af landets valuta skal centralbanken købe sin egen valuta mod salg af fremmed valuta. Det kræver en valutabeholdning, som på kort sigt måske kan suppleres ved renteforhøjelse og privat kapitalimport eller gennem låntagning hos andre centralbanker.

Men uanset om centralbanken er villig og har politiske muligheder for at hæve renten betragteligt, er det langt fra sikkert, at der herved fremkommer tilstrækkelig med privat kapitalimport. Det kan skyldes både spekulation og underskud på betalingsbalancens løbende poster, som ikke nødvendigvis eller kun i begrænset omfang reagerer på renteforhøjelser. Som bl.a. de danske erfaringer med betalingsbalanceunderskud fra primo 1960'erne til 1990 viser, kan der derfor være behov for at stramme finanspolitikken. Det gælder, hvis man vil undgå, at markedet på tumultagtige vis og uden varsel til tider gennemtvinger en hurtig tilpasning af betalingsbalancen. Det kan også være, at udviklingen på betalingsbalancen og den bagved liggende opsparings-/investeringsbalance ikke vurderes at være hensigtsmæssig i velfærdsmæssig henseende f.eks. i forholdet mellem generationer.

I tilfælde af markedspress for en opskrivning af et lands valuta kræver en fastholdelse af valutakursen, at centralbanken køber udenlandsk valuta mod salg af sin egen valuta. Der er således ikke behov for en valutabeholdning, men alene for at centralbanken kan levere egen valuta, hvilket kan ske ved at modtage indskud eller ved at lade seddelpressen løbe. Det kan isoleret set ske uden begrænsninger, hvilket derfor også gælder centralbankens intervention på valutamarkedet. Derimod er der en begrænsning på centralbankens muligheder for at nedsætte renten i det negative område på grund af publikums muligheder for og begrænsede omkostninger ved at anbringe formue i nulforrentede sedler.

Selvom der ikke er begrænsninger på centralbankens mulighed for at trykke sedler og modtage indskud, kan både udenlandske og indenlandske hensyn tilsi-ge, at man alligevel begrænser sådanne pres gennem andre tiltag. Begge hensyn kommer igen fra betalingsbalancen, idet årsagen til spekulation i en opskrivning af en valuta som oftest er store og vedvarende overskud på betalingsbalancen. Det udenlandske hensyn følger af de depressive og muligvis finansielt destabiliserende virkninger på omverdenen, som udgår fra betalingsbalanceoverskud. Det indenlandske hensyn kan være til den indenlandske finansielle stabilitet og balancen mellem sektorer samt igen velfærden i forholdet mellem forskellige generationer. Dertil kommer, at et revalueringspres kan medføre en længere periode, hvor en stor del af landets udenlandske nettotilgodehavende reelt er nationaliseret i form af en forøgelse af nationalbankens som regel lavt forrentede valuta-beholdning.

I hvert fald i små, åbne økonomier reduceres sådanne overskud bedst gennem ændringer af finanspolitikken i ekspansiv retning. Samtidig har stram finanspolitik understøttet af tidligere strukturændringer med tilsvarende virkninger på den indenlandske efterspørgsel i den aktuelle danske situation formentlig været årsag til de nævnte overskud og dermed presset på valutakursen.

Som følge af muligheden for frit at bruge seddelpressen er det økonomisk-politiske pres for en finanspolitisk ekspansion væsentligt mindre ved betalingsbalanceoverskud end i tilfælde af betalingsbalanceunderskud og et nedskrivnings-

pres, der giver træk på valutastillingen og et pres for en stramning af finanspolitikken. Det er denne asymmetri i trækket på valutareserven og dermed forskellen i presset for reaktioner mellem underskuds- og overskudslande, som gør, at fastkursregimer mellem selvstændige valutaer antages at have en depressiv bias.

4. Konklusion og et forslag

I et lille, åbent samfund med selvstændig valuta og fast valutakurs er der af hensyn til troværdigheden ikke alene behov for et beredskab til intervention i valutamarkedet, men også for en orientering af finanspolitikken mod betalingsbalanceunderskud eller -overskud. Pengepolitik er næppe tilstrækkelig virksom til med rettidig omhu alene at sikre troværdighed om den valgte placering i "den umulige trekant".

I Danmarks aktuelle situation kan et markedspres for en revaluering af den danske krone formentlig tilskrives de fortsatte overskud på betalingsbalancen og dermed et stort tilgodehavende i udlandet. Presset kan imødegås ved f.eks. at lade de finanspolitiske 2020-planer og deres efterfølgere sigte ikke alene mod (strukturel) balance på de offentlige finanser inden for planlægningshorisonten, men successivt at lade summen af de offentlige finansers (evt. strukturelle) saldo tillagt det aktuelle (evt. de to sidste års) overskud på betalingsbalancen sigte mod balance. I tilfælde af betalingsbalanceunderskud skal det successive sigte være balance af (evt. den strukturelle) saldoen på de offentlige finanser fratrukket det aktuelle (evt. to sidste års) numeriske underskud på betalingsbalancen.

Som følge af den gradvise ekspansion henholdsvis kontraktion af finanspolitikken, der er afpasset efter betalingsbalancen, etablerer forslaget et træk mod ligevægt på sidstnævnte. Når betalingsbalancen er bragt i ligevægt, vil forslaget tendere mod at etablere ligevægt på de offentlige finanser. Begge dele vil ligesom i 2020-planerne finde sted inden for rammerne af en regelbaseret finanspolitik. En sådan udformning af successive planer for det mellemfristede forløb vil være ensbetydende med, at man i den økonomiske politik også sigter mod balance mellem den private sektors opsparing og investering. Finanspolitikken kan som antydtes suppleres med strukturændringer, der trækkes den indenlandske efterspørgsel i relevant retning. Hverken balance på betalingsbalancen eller i den private sektor følger af de nuværende rammer for finanspolitikken.

Den foreslåede ramme for den økonomiske politik vil være stabilitetsorienteret modsat forslag, om at modvirke det aktuelle betalingsbalanceoverskud gennem en forringelse af konkurrenceevnen ved overenskomstforhandlinger el. lign. Sådanne forslag bringer mindelser om den samme uheldige anvendelse af konkurrenceevneparameteren – ganske vist med modsat fortegn og i form af valutakursændringer - som blev anvendt sidst i 1970'erne og først i 1980'erne. Her blev konkurrenceevnen benyttet med henblik på at påvirke betalingsbalancen, mens

hensynet til beskæftigelsen blev reguleret af finanspolitikken. Som vist sidst i 1980'erne er finanspolitik og ikke konkurrenceevnepolitik det rette instrument at rette mod betalingsbalancen, hvis man skal op på en stabil vej mod samtidig ligevægt for betalingsbalance og beskæftigelse. Relevante strukturreformer skal via arbejdsudbud og konkurrenceevne samtidig tilgodese beskæftigelsen.

Litteratur

Klein, M.W. og J.C.Shambaugh. 2010. *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*. Cambridge, Mass.
Obstfeld, M., J.S.Shambaugh og A.M.Taylor. 2005 (August). *The Review of Economics and Statistics*.
87(3), s. 423-438.