

# Centralbankernes rolle i den økonomiske politik

Af Jens Thomsen, direktør i Danmarks Nationalbank og Kim Abildgren, kontorchef i Danmarks Nationalbank

Hovedmålet for pengepolitikken er i de fleste lande i dag prisstabilitet. Centralbankerne går dog stadig forskellige veje for at nå dette mål. I Danmark føres fastkurspolitik over for euroen, mens flere andre mindre lande siden begyndelsen af 1990'erne er begyndt at operere inden for rammerne af et inflationsstyringsregime med eksplicite inflationsmålsætninger. Brede pengemængdeaggregater spiller derimod ikke længere nogen rolle i formuleringen af pengepolitikken, hverken i store eller små lande. Uanset pengepolitisk strategi anvender alle centralbanker i dag den korte rente som middel i pengepolitikken. Det er vanskeligt at afgøre hvilken strategi, der er bedst egnet til at sikre prisstabiliteten og et høj og stabilt beskæftigelsesniveau. I artiklen gives en oversigt over de vigtigste pengepolitiske problemstillinger set i lyset af resultaterne i de seneste par årtiers økonomiske litteratur. Endvidere belyses de udfordringer, som den aktuelle globalisering og finansielle innovation giver for målsætningen om prisstabilitet, den finansielle stabilitet og den danske fastkurspolitik.

## 1. Indledning

Der findes i dag omkring 160 centralbanker i verden. Den rolle, som centralbankerne i mange lande er tiltænkt at spille i den økonomiske politik, kan ofte sammenfattes under følgende tre målsætninger: Sikre prisstabilitet, understøtte finansiell stabilitet samt bidrage til et sikkert og effektivt betalingssystem.

Graden af målopfyldelse har varieret over tid, navnlig for så vidt angår hovedmålsætningen

om prisstabilitet. På baggrund af 1960ernes og 1970ernes høje og varierende inflationsrater fremstår det seneste kvarte århundredes nedbringelse af inflationsraten og fastholdelsen af denne på et lavt og stabilt niveau som en bemærkelsesværdig succes. De gode resultater med hensyn til prisstabilitet er blevet opnået uden en forøgelse af volatiliteten i produktionen, jf. Miskhin (2007a) og Taylor (2007). Selv om centralbankerne langt fra alene kan tage æren for denne udvikling, er der dog næppe tvivl om, at de seneste 20-30 års tilrettelæggelse og gennemførelse af pengepolitikken har bidraget væsentlig til, at målet om prisstabilitet i mange lande er blevet nået.

De seneste årtier har været kendetegnet ved konvergens blandt centralbankerne omkring de forhold, der lægges vægt på ved implementeringen af pengepolitikken. Perioden har ligeledes været præget af en øget grad af konsensus i den akademiske litteratur om, hvorledes pengepolitikken bedst tilrettelægges. I denne artikel gives en oversigt over centralbankernes rolle i den økonomiske politik set i lyset af resultaterne i de seneste par årtiers teoretiske og empiriske litteratur. Desuden ses på de udfordringer og problemstillinger, som den aktuelle globalisering og finansielle innovation giver for centralbankernes varetagelse af deres hovedopgaver.

## 2. Hvorfor prisstabilitet og uafhængige centralbanker?

Hovedmålet for pengepolitikken er i mange lande at fastholde stabile priser, hvilket generelt fortolkes som en lav og stabil inflation. Der er udfærdiget mange empiriske analyser af omkostningerne ved inflation. Hovedindtrykket er, at inflation har skadevirkninger i form af en negativ sammenhæng mellem inflation og vækst, mens stabile priser omvendt fremmer beskæftigelse og økonomisk velstand.

I litteraturen har der været fremført adskillige argumenter for målet om stabile priser i pengepolitikken, jf. Gaspar et al. (red.) (2001). For det første er høj inflation ofte sammenfaldende med varierende inflation, hvilket slører udviklingen i de relative priser. Det vanskeliggør husholdningernes og virksomhedernes opsparings- og investeringsbeslutninger med deraf følgende risiko for fejlallokering af ressourcerne i økonomien. For det andet giver varierende inflation anledning til, at kreditorer vil kræve en risikopræmie i renten som compensation for usikkerheden om det fremtidige inflationsniveau. Det giver alt andet lige højere nominelle renter, som virker hæmmende på investeringer og økonomisk vækst. For det tredje giver inflation anledning til, at virksomheder og husholdninger bruger uforholdsmæssig mange ressourcer på at sikre sig imod fremtidig inflation i forbindelse med indgåelse af kontrakter på arbejdsmarkedet og i de finansielle markeder. For det fjerde giver høj og varierende inflation anledning til en tilfældig omfordeling af formuer mellem debitorer og kreditorer, som ikke er realøkonomisk begrundet. For det femte kan inflation give forvriddinger i et nominelt baseret skattesystem, så realafkastet efter skat af investeringer er afhængig af inflationen og ikke alene afspejler investeringernes produktive afkast.

Tendensen til at gøre prisstabilitet til det primære mål for pengepolitikken skal ses i lyset

af en øget grad af konsensus i litteraturen om, at pengepolitikken på langt sigt ikke har nogen realøkonomiske virkninger men kun kan påvirke inflationen. jf. Bullard (1999). Det skyldes navnlig erkendelsen af inflationsforventningernes betydning samt erfaringerne fra 1970ernes økonomiske politik. I lyset af de skadelige virkninger af inflation kan pengepolitikken derfor bedst bidrage til velfærd- en ved at arbejde for et stabilt »nominelt anker« for økonomien, der kan udgøre grundlaget for lave og stabile inflationsforventninger. Udviklingen skal ligeledes ses i lyset af en erkendelse af, at centralbankerne i en verden med frie kapitalbevægelser i realiteten kun har ét instrument til rådighed (den korte rente) og derfor som regel kun kan sikre opfyldelsen af ét mål i den økonomiske politik (fx prisstabilitet), jf. Storgaard (2004). Det debatteres fra tid til anden, hvorvidt centralbankerne ligeledes bør have som mål at sørge for, at der ikke opstår spekulative bobler i økonomien, fx i forhold til aktie- eller boligmarkedet, jf. Bernanke & Gertler (1999). Dette er dog vanskeligt i lyset af, at der som nævnt kun rådes over den korte rente som instrument i pengepolitikken. Hertil kommer, at det i praksis altid er vanskeligt i realtid at identificere, hvorvidt en given udvikling er udtryk for en boble eller ej. I det omfang udviklingen smitter af på den almindelige forbrugerprisinflation, vil der dog indirekte blive taget hensyn til udviklingen i aktivpriserne i rentepolitikken via målsætningen om prisstabilitet.

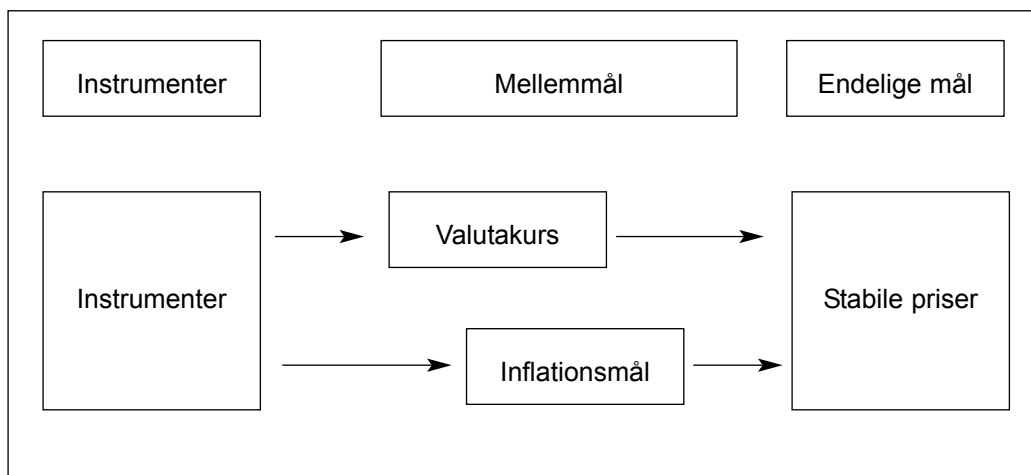
Der er i dag bred enighed blandt økonomer om, at centralbankernes uafhængighed af det politiske system i gennemførelsen af pengepolitikken giver de bedste forudsætninger for opnåelse af prisstabilitet, jf. Cukierman (2007). Herved undgås, at der opstår politisk pres for at bruge pengepolitikken til at jage kortsigtede forbedringer i form af et ledighedsniveau under »det naturlige« på bekostning af øget inflation på lidt længere sigt, jf. også debatten om regler versus diskretion i

pengepolitikken og problemet med tidsinkonsistens. Det så man fx under 1970ernes mislykkedes økonomiske politik, hvor såvel ledigheden som inflationen steg (stagflation). Manglende centralbankafhængighed har dog også givet dårlige erfaringer længere tilbage i historien, hvor staternes krigsudgifter blev finansieret via seddelpressen med høj inflation til følge. Allerede ved Nationalbankens oprettelse i 1818 blev uafhængighed af staten eksempelvis tillagt stor vægt for at sikre befolkningens tillid til købekraften af landets valuta i kølvandet på hyperinflationen under Napoleonskrigene og »statsbankerotten« i 1813.

### 3. Forskellige pengepolitiske strategier

Selv om der er opnået en høj grad af konsensus omkring pengepolitikens mål og midler, har centralbankerne stadig forskellige måder at gøre tingene på. Man taler om, at mellemålet for pengepolitikken varierer fra land til land, jf. figur 1.

Siden 1990 er flere centralbanker – fx i Canada, U.K., Sverige, Norge, Australien, New Zealand, Polen og Israel – begyndt at operere inden for rammerne af et inflationsstyringsregime, jf. Bernanke & Woodford (red.) (2005). Pengepolitikken er her baseret på et eksplicit kvantitativt mål for den forventede inflationsudvikling på mellemlangt sigt (fx 2-3 år) opstillet af enten centralbanken eller regeringen. Den præcise målsætning varierer fra land til land. Eksempelvis har Bank of England et inflationsmål på 2,5 pct., mens den svenske Riksbanks inflationsmål er fastsat til 2 pct. +/- 1 pct. Centralbankerne i disse lande forsøger at opfylde inflationsmålet gennem deres rentepolitik. Hvis der er udsigt til, at inflationen vil blive højere end målet, søges prisudviklingen dæmpet ved forhøjelser af den pengepolitiske rente – vice versa såfremt inflationen ser ud til at blive lavere end målsætningen. Årsagen til, at der typisk vælges et inflationsmål på et par procent – frem for et rent nul – er, at der erfaringsmæs-



Kilde: Side 115 i Danmarks Nationalbank (2003).

**Figur 1. Pengepolitikens mål og midler**

sigt er visse måleproblemer ved at anvende forbrugerprisindekset som udtryk for inflationsudviklingen, fx i forbindelse med indregning af kvalitetsforbedringer. Baggrunden for, at der styres efter et inflationsmål på mellemlangt sigt – frem for den aktuelle inflation – er, at pengepolitikken kun kan påvirke prisudviklingen med nogen forsinkelse, og at graden af forsinkelse desuden kan variere fra tid til anden. I litteraturen taler man om, at der er relativt lange og variable lags i den pengepolitiske transmissionsproces, jf. Angeloni et al. (red.) (2003). Det stiller krav om, at pengepolitikken er »fremadskuende«.

I den akademiske litteratur sonderer man ofte man mellem strenge og fleksible inflationsmålsætninger. Mens pengepolitikken i et regime med en streng inflationsmålsætning ikke tager hensyn til udviklingen i produktion og arbejdsløshed, når pengepolitikken stramhedsgrad skal fastsættes, så indgår den konjunkturmæssige situation i vurderingerne i forbindelse med rentefastsættelsen i et regime med fleksibel inflationsmålsætning. I praksis følger alle centralbanker med et inflationsstyringsregime dog den fleksible udgave. Det betyder, at afvigelser fra inflationsmålet ikke nødvendigvis forsøges elimineret så hurtigt som muligt, men at pengepolitikken fastlægges, så inflationen inden for en vis periode igen kommer tæt på inflationsmålet. Længden af tilpasningsperioden afhænger af, hvor stor vægt centralbanken lægger på stabilisering af udviklingen i produktionen i forhold til udviklingen i inflationen, og af den aktuelle årsag til afvigelsen fra inflationsmålet.

Den Europæiske Centralbank tilrettelægger pengepolitikken med henblik på at opfylde det traktatfæstede mål om prisstabilitet for euroområdet. ECB har defineret prisstabilitet som en årlig vækst i forbrugerpriserne på under, men tæt på, 2 pct. på mellemlangt sigt. På trods af den eksplicite inflationsmålsætning henregnes ECB ikke blandt de central-

banker, som opererer inden for rammerne af et inflationsstyringsregime. For ECB er omdrejningspunktet ved tilrettelæggelsen af pengepolitikken ikke en inflationsprognose. I stedet træffer ECB de pengepolitiske beslutninger på baggrund af to sæt af analyser, der betegnes henholdsvis økonomisk og monetær analyse. Den økonomiske analyse har til formål at udpege de forhold, der på kort og mellemlangt sigt udgør en risiko for prisstabiliteten. Analysen omfatter en bred vifte af økonomiske og finansielle forhold for at vurdere de stød, der rammer euroområdet økonomi og påvirker prisudviklingen. Den monetære analyse gennemføres med henblik på at vurdere tendenserne i inflationsudviklingen på mellemlangt til langt sigt. I analysen tages hensyn til udviklingen i en lang række monetære indikatorer, herunder vækstraten i pengemængden og bankernes udlån. Den monetære analyse tjener primært til at krydstjekke resultaterne fra den økonomiske analyse. En række iagttagere af ECBs pengepolitik har i en rapport fra den europæiske tænketank Bruegel foreslået, at ECB overgår til at operere inden for rammerne af et egentlig inflationsstyringsregime frem for anvendelse af ovennævnte »to søjler strategi«, jf. Aghion *et. al.* (2008).

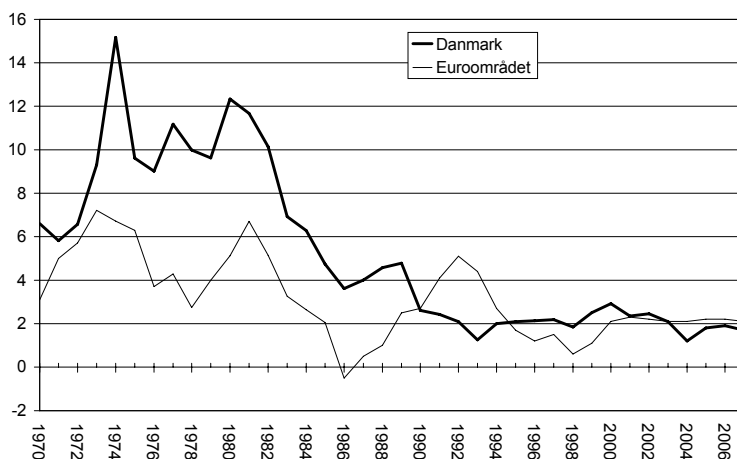
Den amerikanske centralbanks (FEDs) lovfæstede mål er at arbejde for høj beskæftigelse, stabile priser og moderate lange renter. Der skal således på samme tid arbejdes for opfyldelse af flere mål i pengepolitikken, hvilket kan være vanskeligt, da centralbanken som nævnt i realiteten kun råder over ét instrument hertil (den korte rente). Det har de seneste år ført til en debat i USA om, hvorvidt de multiple mål i den amerikanske pengepolitik vanskeliggør en effektiv forankring af inflationsforventningerne i USA. Der har derfor været forslag fremme om, at FED bør opstille et eksplicit inflationsmål for pengepolitikken, jf. Swanson (2006). I midten af november 2007 annoncerede FED, at man fremover vil offentliggøre prognoser for den

økonomiske udvikling (herunder inflationen) 4 gange om året mod hidtil kun 2 gange årligt. Desuden vil prognoserne blive mere omfattende end tidligere, jf. Bernanke (2007a). Det har efterfølgende givet anledning til en debat om, hvorvidt beslutningen betegner et første skridt i retningen af egentlig inflationsmålsstyring i USA, jf. Woodford (2008).

Danmark har valgt valutakursen som mellemålet i pengepolitikken, og siden begyndelsen af 1980'erne har der været ført en konsekvent fastkurspolitik over for først D-marken og siden 1999 euroen, jf. Danmarks Nationalbank (2003). Ved at knytte den danske krone op på euroen skabes basis for, at Danmark over tid har samme niveau for inflationen som i euroområdet. Siden begyndelsen af 1990'erne har Danmark da også haft en prisudvikling på linje med Tyskland og senere euroområdet, jf. figur 2. Med valutakursen

som mellemål fås en simpel og entydig regel for pengepolitikken i Danmark. Fastkurspolitikken indebærer således, at Nationalbankens rentesatser normalt følger de renter, som ECB fastsætter for euroområdet. Nationalbanken udjævner mindre udsving i kronkursen ved intervention i valutamarkedet via køb og salg af fremmed valuta mod kroner. Opsstår mere vedvarende tendenser til styrkelse eller svækkelse af kronen, foretager Nationalbanken en ensidig renteændring. Forhøjer Nationalbanken sine renter i forhold til ECBs rentesatser, vil kronen tendere til at blive styrket over for euro. Hvis omvendt Nationalbanken nedsætter sine renter i forhold til ECBs renter, vil kronkursen blive svækket.

Brede pengemængdeaggregater blev i 1970'erne og 1980'erne anvendt som mellemål for pengepolitikken i flere lande, men i takt med innovationer i den finansielle sektor viste det sig, at sammenhængen mellem inflati-



Anm.: Inflation i Vesttyskland 1980-1989 og Tyskland 1990-1998.

Kilde: Danmarks Statistik, ECB og OECD.

**Figur 2. Årlig forbrugerprisinflation i Danmark og euroområdet 1970-2007, procent**

on og pengemængde ikke længere var stabil nok til, at pengemængden kunne fungere som et velegnet mellemål. Pengemængdeaggregater har således ikke spillet nogen central rolle i formuleringen af fx den amerikanske pengepolitik siden begyndelsen af 1980'erne, selv om der skulle gå endnu næsten 20 år inden FED ophørte med at fastsætte målzoner for pengemængdevæksten, jf. Bernanke (2006). Ganske vist fremhæves den tyske pengemængdestrategi fra 1975-1998 ofte som et eksempel på vellykket pengemængdestyring, men i praksis forekom der store afvigelser mellem den faktiske pengemængdevækst og de opstillede målsætninger herfor. Den tyske centralbank skelede således snarere til inflationsudviklingen end til pengemængdevæksten, når rentepolitikken skulle fastlægges, jf. fx Schieber (1995) og Neumann (2007). Den tyske pengemængdestyring skabte dog – sammen med en professionel kommunikation fra Bundesbanks side – en troværdig ramme for forankring af inflationsforventningerne gennem den disciplin, som den trods alt pålagde pengepolitikken. Selv om centralbankerne ikke længere forsøger at styre pengemængdevæksten, fortsætter mange centralbanker og eksterne iagttagere med at overvåge og analysere pengemængdevæksten og ikke mindst kreditudviklingen for at udnytte den information, som måtte være heri omkring den aktuelle og fremtidige økonomiske udvikling.

#### **4. Arbejdsdelingen mellem pengepolitik og den øvrige økonomiske politik**

Pengepolitikken rolle i den økonomiske politik kan ikke ses isoleret. I et fastkursregime som det danske er de pengepolitiske renter reserveret til styring af kronekursen, så de ikke samtidig kan anvendes til styring af den indenlandske konjunktursituation. Det stiller krav om, at finanspolitikken og de øvrige økonomiske politikker er orienteret mod en stabil samfundsøkonomi, så både overophedning og stor arbejdsløshed undgås. I en valutaunion, der repræsenterer den ultimative

form for fastkurspolitik, er pengepolitikken heller ikke til rådighed til forfølgelse af indenlandske stabiliseringspolitiske målsætninger i de enkelte lande. I euroområdet har man derfor med Maastricht-traktaten og Vækst- og stabilitetspagten udarbejdet regler for, hvor store underskud på de offentlige budgetter, der må opereres med, og monetær finansiering af den offentlige sektor er eksplicit forbudt.

I alle valutakursregimer er det afgørende for prisstabiliteten, at økonomien fungerer fleksibelt og tilpasningsdygtigt. Det gælder ikke mindst arbejdsmarkedet, hvor jobmobilitet og fleksible strukturer er vigtige for en real-løndannelse, som er i overensstemmelse med produktivitetsudviklingen i økonomien. Hvis lønstigningerne i et fastkursregime gennem længere tid overstiger det niveau, som produktivetsfremskridtene giver grundlag for, er der risiko for, at prisstabiliteten sættes over styr til skade for vækst og beskæftigelse. Heller ikke en økonomi med styring efter et inflationsmål kan på længere sigt holde til lønstigninger, som ligger ud over produktivetsudviklingen, uden at prisstabiliteten bringes i fare. Ganske vist kan en appreciering af valutakursen på kortere sigt afdæmpe inflationspresset fra for høje lønstigninger, men det er næppe troværdigt at basere en politik på en kombination af høje lønstigninger og en vedvarende appreciering af valutakursen.

#### **5. Styring af inflationsforventninger og centralbankernes kommunikation**

Pengepolitikken virker gennem flere forskellige kanaler. Når den korte rente stiger, bliver det selvfølgelig alt andet lige dyrere at finansiere investeringer og forbrug, men vigtigere er det formentlig, at pengepolitikken påvirker husholdningernes og virksomhedernes forventninger til den fremtidige inflation. Det er primært herved, at den førte pengepolitik får betydning for de længere renter, valutakurser, aktiekurser og boligpriser, der ofte er afgørende for husholdningernes og virksomhed-

dernes investerings- og opsparingsbeslutninger. Man taler også om, at pengepolitik drejer sig om styring af inflationsforventningerne, jf. Woodford (2003, 2004).

Når styring af inflationsforventningerne er afgørende for pengepolitikens gennemslag på realøkonomien bliver gennemsigthed og dermed centralbankernes kommunikation med omverdenen afgørende faktorer. De seneste par årtier har været kendetegnet ved en stærkt øget mængde information fra centralbankerne verden over i form af publikationer, taler, websteder mv. Analysekapaciteten i centralbankerne er samtidig blevet forøget, dels for at give centralbankerne et bedre beslutningsgrundlag for den førte politik, dels som led i kommunikationen og diskussionen af den pengepolitiske strategi med offentligheden, de finansielle markeder, den akademiske verden og politikere. Tendensen i retning af øget information kan ligeledes ses som et led i at sikre den demokratiske kontrol med pengepolitikken i en verden med uafhængige centralbanker.<sup>1</sup>

Valget af pengepolitisk regime har betydning for omfanget og arten af den information, som er nødvendig fra en centralbank for at stille den til regnskab for den førte politik, jf. Storgaard (2002). Pengepolitikken i et fastkursregime er i sin natur meget simpel og gennemsigtig, fordi offentligheden til enhver tid let kan følge med i, om den faste kurs opretholdes, og pengepolitikken dermed er på sporet. Hvis centralbankens målopfyldelse skal vurderes i et land med inflationsmålsætning, er kravet til information derimod betydeligt større, da centralbanken her tilrettelægger sin pengepolitik efter en prognose over de fremtidige inflationsudsigter. Her kræver reel gennemsigthed, at centralbanken giver en grundig redegørelse for de bag prognosen anvendte forudsætninger, det benyttede modelapparat og afvejningen mellem inflation og den realøkonomiske udvikling. Da såvel antagelser som modelgrundlag kan

diskuteres, er der behov for, at centralbanken løbende indgår i en debat om forudsætningsrelevans og om modellernes egenskaber og robusthed vurderet ud fra gængse akademiske standarder. På det seneste er centralbanker i flere af de lande, som benytter sig af inflationsmålsstyring i pengepolitikken, derfor også begyndt at offentliggøre såkaldte »optimale rentebaner« for at øge gennemsigtheden af deres politik. Det drejer sig aktuelt om Norge, Sverige, Island og New Zealand. De optimale rentebaser viser den udvikling i de fremtidige pengepolitiske renter, som centralbanken skal følge, for at det opstillede inflationsmål kan nås med den information, som aktuelt er tilgængelig, jf. Qvigstad (2006).

Debatten om hvilken information, der er nødvendig og hensigtsmæssig at offentliggøre, når der føres pengepolitik inden for rammerne af et fleksibelt inflationsstyringsregime, må forventes at fortsætte i de kommende år. Eksempelvis har Svensson ved flere lejligheder påpeget ønskeligheden af, at centralbankerne i sådanne regimer også offentliggør mere eksplicit information om, hvorledes de afvejer hensynet til prisstabilitet over for hensynet til stabilisering af kortsigtede udsving i produktion og beskæftigelse, jf. fx Svensson (2007).

Det seneste årti har været kendetegnet ved øget fokus på finansiell stabilitet blandt centralbankerne verden over. Centralbankernes interesse for finansiell stabilitet skyldes dels centralbankernes rolle som »lender of last resort«, dels at et stabilt finansielt system er afgørende for den pengepolitiske transmissionsproces. Mange centralbanker offentliggør nu regelmæssigt rapporter om den finansielle stabilitet i økonomien, hvor der sættes fokus på finansielle institutioner, finansielle markeder og betalingssystemer. I rapporterne søges det identificeret, hvor de væsentligste risici for det finansielle system kan tænkes at opstå, og der kommer med vurderinger og an-

befalinger på baggrund af analyserne. Den store vægt, der lægges på kommunikation i forbindelse med arbejdet med finansiell stabilitet, skal ses i lyset af, at centralbankerne ikke råder over særskilte instrumenter, der kan anvendes til at sikre den finansielle stabilitet: Hvis et givet niveau for den korte rente er nødvendigt af hensyn til opfyldelse af målet om prisstabilitet på lidt længere sigt, kan den korte rente ikke samtidigt fastsættes til et andet niveau af hensyn til den finansielle stabilitet. Men kommunikationen fra centralbankerne kan bidrage til adfærdsmæssige ændringer i såvel den finansielle sektor som den øvrige del af økonomien, ligesom centralbankernes analyser kan give et input til det lovgivningsmæssige arbejde i det politiske system, centralbankernes arbejde med at sikre effektive betalingssystemer og arbejdet med tilsynet af den finansielle sektor, uanset om sidstnævnte ligger hos centralbanken eller ej. Perioden med centralbankers offentliggørelser af finansielle stabilitetsrapporter er dog endnu så kort, så det ikke for alvor har været testet, om kommunikationsstrategien er tilstrækkelig til at sikre den finansielle stabilitet.

## **6. Findes der en optimal pengepolitisk strategi?**

Det er vanskeligt at afgøre hvilken pengepolitisk strategi, der er bedst egnet til at sikre prisstabiliteten og et højt og stabilt beskæftigelsesniveau. I mange teoretiske analyser kommer et fastkursregime til kort over for et regime med inflationsstyring og flydende valutakurser. Det skyldes, at valutakursen i disse modeller er en pris, der kan bidrage til at skabe en ny ligevægt i økonomien, når denne rammes af eksogene stød. Fastlåses denne pris, er der én mindre ligevægtsskabende kraft i økonomien.

Empiriske analyser giver et langt mere nuanceret billede af situationen. Christensen & Hansen (2007) har analyseret betydningen af skift i pengepolitisk regime for udviklingen i

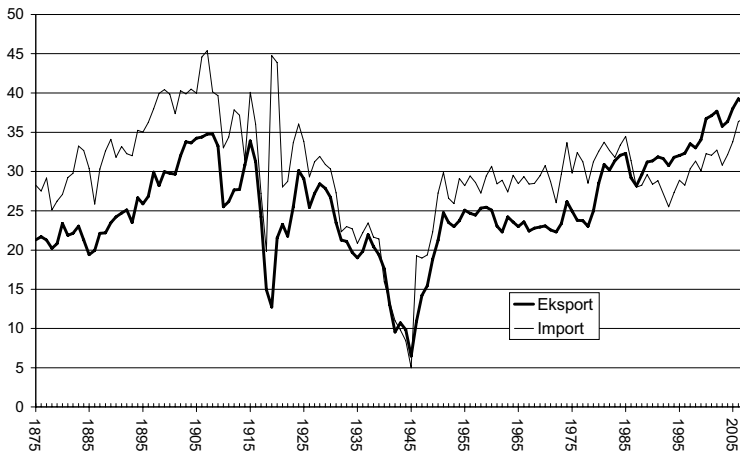
nogle centrale makroøkonomiske variable for OECD-landene i perioden 1970-2005. De finder frem til, at såvel skift til en konsekvent fastkurspolitik (herunder deltagelse i en valutaunion) som til inflationsmålsstyring har medført et fald i inflationen ud over den globale trend i de efterfølgende år. Herudover findes, at en overgang til fastkurspolitik har indebåret et mere fordelagtigt trade-off mellem volatiliteterne i inflation og i produktionsgab i årene efter regimeskiftet, mens overgang til inflationsmålsstyring ikke har ført til forbedringer ud over den globale udvikling. Resultaterne for inflationsmålsstyring genfindes i en række andre empiriske undersøgelser.

Disse empiriske resultater kan umiddelbart forekomme i modstrid med de ovennævnte teoretiske modeller. En mulig forklaring er, at såvel strukturerne på arbejdsmarkedet som det finanspolitiske regime afhænger endogen af pengepolitikens indretning. Man kan således forestille sig, at fraværet af pengepolitikken som redskab til at stabilisere de indenlandske konjunkturer tvinger såvel finanspolitikken som arbejdsmarkedets parter til at udvise mere disciplin i et fastkursregime sammenlignet med situationen under flydende valutakurser. Man kan endvidere forestille sig, at udsving i de nominelle valutakurser snarere virker som stød til økonomien end som stabiliserende faktorer, idet volatiliteten i de reale valutakurser selv på lidt længere sigt ofte følger udsvingene i de nominelle valutakurser.

## **7. Globalisering, finansiell innovation og centralbankerne**

Økonomisk globalisering anvendes ofte som en samlende betegnelse for en proces, hvor markederne for varer og tjenester, kapital og arbejdskraft integreres på tværs af landegrænser, og hvor viden og information kan spredes hurtigt og frit.





Kilde: Abildgren (2004a) opdateret til og med 2006 med nye og reviderede tal ud fra kilderne anført i Abildgren, *op.cit.*

Tallene for 2007 er skønnet på baggrund af Danmarks Nationalbank (2007).

**Figur 3. Danmarks eksport og import af varer 1875-2007, procent af BFI**

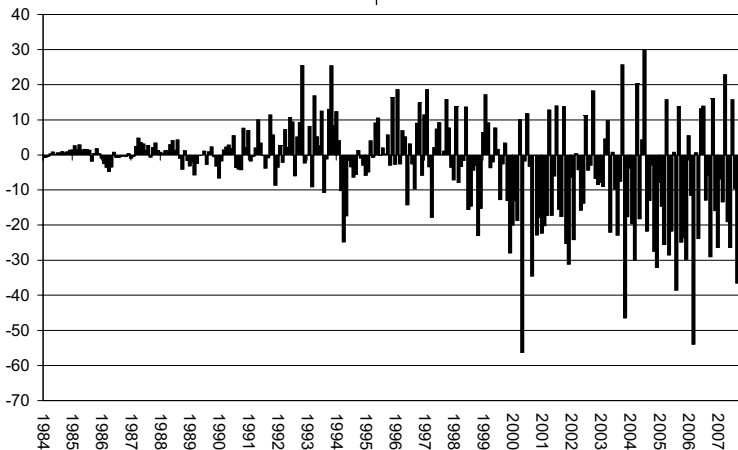
Der er kommet fokus på globaliseringen gennem de seneste to til tre årtier i takt med øget liberalisering af de finansielle markeder, men der er grundlæggende set ikke tale om noget nyt fænomen, jf. Bordo et al. (red.) (2003). Det meste af perioden siden afslutningen af 2. Verdenskrig er varehandlen på tværs af landegrænser blevet gradvist liberaliseret, så den igen er på samme relative niveau som før mellemkrigstidens protektionisme, jf. figur 3, og de seneste par årtier har også den internationale handel med tjenesteydelser været i stærk fremgang. Det er ligeledes værd at erindre, at kapitalen stort set kunne bevæge sig frit mellem landene under det verdensomspændende fastkurssystem (den »Klassiske Guldstandard«), som omkring 60 lande var deltagere i mod slutningen af 1800-tallet og op til 1. Verdenskrig. Miskhin (2006) betegner derfor perioden siden 1960 som »den 2. globaliseringsalder«.

En stærk teknologisk udvikling i kommunikationsmidlerne og den hastighed, hvormed informationer kan spredes på tværs af landegrænser, har man også oplevet tidligere i historien. Åbningen af et permanent telegrafkabel på tværs over Atlanten i 1866 spillede eksempelvis en væsentlig rolle i integrationen af de finansielle markeder i New York og London. Før åbningen af kablet tog det omkring 3 uger at sende information om amerikanske statsobligationer med skib fra New York til London, hvor amerikanske statsobligationer ligeledes blev handlet. Efter åbningen af telegrafkablet kunne tidsforsinkelsen reduceres til 1 dag, og i 1914 var transmissionstiden nede under 1 minut. En undersøgelse af Garbade & Silber (1978) indikerer, at telegrafkablet blev anvendt i forbindelse med finansiell arbitrage mellem New York og London umiddelbart efter åbningen i 1866 og bidrog til en væsentlig indsnævring af forskellene mellem obligationskurserne på de to

markeder.<sup>2</sup> Der findes tilsvarende eksempler på en hastig reduktion af tidsforsinkelsen ved informationsoverførsel fra Sydamerika til Europa i slutningen af 1800-tallet, jf. Flores (2007). Graden af globalisering før første verdenskrig illustreres ofte med henvisning til følgende citat fra side 9 i Keynes (1919):

any substantial municipality in any continent that fancy or information might recommend.«

Umiddelbart er det de frie kapitalbevægelser, som har den mest direkte effekt på pengepolitikken i Danmark. Frie kapitalbevægelser gør det muligt for investorer i Danmark og udlandet at placere deres midler der, hvor det



Anm.: Ekskl. bankernes transaktioner i værdipapirer i fremmed valuta for egen regning. Seneste observation er november 2007.

Kilde: Abildgren (2007) opdateret med nye og reviderede tal ud fra kilderne anført i Abildgren, *op.cit.*

**Figur 4. Nettokapitalindstrømning til Danmark fra porteføljeinvesteringer 1984-2007, mia. kroner**

»What an extraordinary episode in the economic progress of man that age was which came to an end in August 1914! ...The inhabitant of London could order by telephone, sipping his morning tea in bed, the various products of the whole earth, in such quantity as he might see fit, and reasonably expect their early delivery upon his doorstep; he could at the same moment and by the same means adventure his wealth in the natural resources and new enterprises of any quarter of the world, and share, without exertion or even trouble, in their prospective fruits and advantages; or he could decide to couple the security of his fortunes with the good faith of the townspeople of

bedste forhold mellem afkast og risiko kan opnås, og de seneste par årtier har været karakteriseret ved et stigende omfang af grænseoverskridende kapitalbevægelser. I litteraturen tales om, at den såkaldte »home bias« er blevet reduceret. Det er navnlig kapitalbevægelser afledt af grænseoverskridende porteføljeinvesteringer – dvs. handel med danske og udenlandske værdipapirer mellem danske og udenlandske investorer – som på kort sigt kan påvirke kronens kurs over for euro, jf. Hansen & Storgaard (2005) og Abildgren (2007). I dag kan porteføljeinveste-

steringer selv under rolige forhold på valutamarkederne antage et omfang, som tidligere kun sås under valutakriser, jf. figur 4. Det afspejler sig i Nationalbankens omfang af køb og salg af fremmed valuta mod kroner i valutamarkedet (interventioner).

Når Nationalbanken på trods af denne udvikling stadig er i stand til at styre kronekursen, skyldes det, at selv meget beskedne ændringer i Nationalbankens pengepolitiske renter i dag – grundet fastkurspolitikens troværdighed – kan være nok til at bremse store kapitalstrømme. Et eksempel på det så man i februar 2006. I den første del af februar solgte Nationalbanken valuta for i alt 34 mia.kr. for at stabilisere kronekursen. Den 17. februar 2006 blev udlånsrenten sat op, så spændet mellem Nationalbankens og ECBs pengepolitiske rentesatser blev udvidet med 0,1 procentpoint. Denne beskedne udvidelse af rentespændet var nok til at bringe kapitaludstrømningen fra Danmark til ophør og fjerne presset mod kronekursen.

De frie kapitalbevægelser og den øgede integration af kapitalmarkederne på tværs af lande har øget korrelationen mellem de lange renter i USA og fx Tyskland. Alligevel tyder forskningsresultater på, at udviklingen ikke har reduceret den amerikanske centralbanks mulighed for at påvirke de lange renter gennem pengepolitikken, jf. Bernanke (2007b) og Mishkin (2007b). Det skal ses i lyset af, at dollaren er en flydende valutakurs, og at den amerikanske centralbank kan styre inflationsforventningerne i USA ved at kontrollere den korte rente. Den tættere korrelation mellem obligationsrenterne i USA og Europa skyldes derfor snarere, at begge økonomier rammes af de samme typer af stød – fx fra oliepriser – og at centralbankerne i de to økonomier reagerer ens på disse stød.

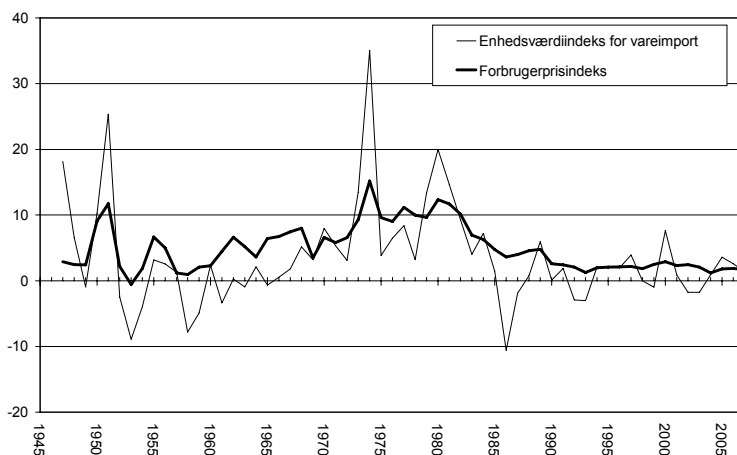
Globaliseringens indflydelse på pengepolitikens målsætning om prisstabilitet er et andet emne, der aktuelt er i fokus i litteraturen

om pengepolitik og centralbanker. Effekterne af globaliseringen har gennem det seneste årti været forskellig for så vidt angår priserne på færdigvarer og priserne på råvarer. Kinas og Indiens øgede integration i den globale arbejdsdeling har presset verdensmarkedspriserne på råvarer op, mens øget import fra lavomkostningslande har lagt et nedadrettet pres på færdigvarepriserne i mange industrilande. Sidstnævnte har isoleret set medført en lavere stigningstakt i forbrugerpriserne, herunder i Danmark, jf. Pedersen (2007). På sigt er der dog ingen grund til at tro, at globaliseringen generelt skulle medføre lavere inflation, da det generelle prisniveau på langt sigt i princippet er bestemt af pengepolitikken, jf. Ball (2006). Det illustreres ligeledes af, at priserne på vareimporten til Danmark i store dele af perioden efter 2. Verdenskrig er steget mindre end de samlede forbrugerpriser – uanset niveauet for den generelle inflation, jf. figur 5. Globaliseringen synes således snarere at have ført til ændringer i de relative priser – relativt billigere importvarer som følge af integrationen af lavtlønslande i verdenshandlen – end til ændringer i det generelle inflationsniveau. De relativt lave importprisstigninger har dog alt andet lige gjort det muligt for mange lande i en periode at opnå målet om prisstabilitet med et lavere renteniveau end ellers.

Den finansielle integration indebærer en risiko for, at finansiell uro i ét land kan smitte af på andre lande. Det så man fx under Asienkrisen i 1997 og Ruslandskrisen i 1998. Senest har man oplevet, hvorledes uroen på de amerikanske finansielle markeder som følge af nedturen på det amerikanske boligmarked bredte sig til de finansielle markeder i Europa i det andet halvår af 2007, ikke alene som følge af de frie kapitalbevægelser men også som et resultat af en øget udbredelse af mere sofistikerede finansielle produkter, jf. Lund (2007). Amerikanske boliglån til mindre kreditværdige boligejere (subprime-lån) var blevet »ompakket« som underliggende aktiver i

forskellige typer af strukturerede obligationer og derefter solgt til banker og investorer verden over. Flere af de strukturerede obligationer havde fået en høj rating baseret på historiske korrelationer og tabrisici, som ikke viste sig at holde. Da tabene på subprime lånene begyndte at vise sig, var der stor usikkerhed om, hvilke banker der havde denne type af obligationer i deres portefølje, og som derfor også kunne risikere tab. Det førte til, at banker i såvel USA som Europa blev uvillige til at udlåne likviditet til hinanden på usikret basis med det resultat, at en stor del af handlen på pengemarkederne gik mere eller mindre i stå. Centralbankerne i USA, euroområdet og England måtte som følge heraf i flere tilfælde tilføre den finansielle sektor ekstra meget likviditet, jf. centralbankernes websteder.

lande. På det danske pengemarked var uroen afgrænset til de lidt længere usikrede pengemarkedsrenter, som en overgang steg betydeligt i forhold til de sikrede renter. At Danmark således slap relativt let gennem efterårets uro skal formentlig ses på basis af, at der ikke var rapporteret om store tab på subprime-lån i den danske banksektor. Hertil kommer, at penge- og realkreditinstitutterne som helhed i årene efter 2000 har haft et likviditetsberedskab i form af en relativ stor beholdning af indskudsbeviser udstedt af Nationalbanken. Penge- og realkreditinstitutterne har fri adgang til at købe indskudsbeviser med 7-dages løbetid og til at optage 7-dages pengepolitiske lån mod sikkerhed i obligationer ved Nationalbankens ugentlige ordinære markedsoperationer, og i årene efter 2000 har sektoren som helhed optaget et større omfang af pen-



Kilde: Abildgren (2004b) opdateret til og med 2006 med nye og reviderede tal ud fra kilderne anført i Abildgren, *op.cit.* Tallene for 2007 er delvist skønnet på baggrund af Danmarks Nationalbank (2007).

**Figur 5. Årlig stigning i forbruger- og importpriser i Danmark 1947-2007, procent**

Den finansielle uro i 2. halvår af 2007 gav ikke behov for at gennemføre ekstraordinære markedsoperationer fra Nationalbankens side, sådan som det var tilfældet i flere andre

gepolitiske lån og placeret midlerne i indskudsbeviser. Ved at have en beholdning af indskudsbeviser kan penge- og realkreditinstitutterne – i fald det skulle blive nødvendigt

– hurtigt rejse likviditet over pengemarkedet via salg eller belåning af indskudsbeviser eller via tilbagesalg af indskudsbeviser til Nationalbanken, såfremt Nationalbanken gennemfører ekstraordinære markedsoperationer.

Den finansielle innovation og globaliseringen er nogle af de tendenser, der gennem de seneste årtier har præget reguleringen af den finansielle sektor og tilsynet hermed. Kapitalkravene til banker er blevet harmoniseret i mange lande, og der er fokus på de udfordringer, som grænseoverskridende finansielle institutioner og konglomerater giver for centralbankernes og tilsynsmyndighedernes arbejde med finansiell stabilitet, jf. Madsen (2006). Den hastige udvikling af nye finansielle produkter, som kan bruges til spredning af risiko (fx kreditderivater<sup>3</sup>), har ligeledes sat fokus på, om den finansielle statistik er hensigtsmæssigt indrettet til brug for analyser af den finansielle stabilitet, jf. ECB (2007).

## Referencer

- Abildgren, K. (2004a), An empirical examination of the purchasing-power-parity hypothesis for Denmark 1875-2002, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, No. 14, April.
- Abildgren, K. (2004b), Nominal and real effective krone rate indices for Denmark 1875-2002, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, No. 13, April.
- Abildgren, K. (2007), Short-Term Exchange-Rate Effects of Capital Flows in a Small Open Economy With Pure Exchange-Rate Targeting – Empirical Evidence from Denmark's Recent Exchange-Rate History 1984-2004, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, No. 45, March.
- Aghion, P., Belka, M., Heikensten, L., Pisani-ferry, J. Sapir, A. & von Hagen, J. (2008), *Coming of age: Report on the euro area*, Brussel: Bruegel.
- Angeloni, I., Kashyap, A. & Mojon, B. (red.) (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge UK: Cambridge University Press.
- Ball, L.M. (2006), Has Globalization Changed Inflation?, *NEBR Working Paper*, No. 12687, November.
- Bernanke, B.S. (2006), *Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective*, speech delivered at the *Fourth ECB Central Banking Conference* in Frankfurt, Germany, November.
- Bernanke, B.S. (2007a), *Federal Reserve Communications*, speech delivered at the *Cato Institute 25th Annual Monetary Conference* in Washington, D.C., November.
- Bernanke, B.S. (2007b), *Globalisation and Monetary Policy*, speech delivered at the *Fourth Economic Summit at Stanford Institute for Economic Policy Research* in Stanford, California, March.
- Bernanke, B.S. & Gertler, M. (1999), *Monetary Policy and Asset Price Volatility*, paper presented at the *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on New Challenges for Monetary Policy*, Jackson Hole, Wyoming, August.
- Bernanke, B.S. & Woodford, M. (red.) (2005), *The Inflation-Targeting Debate*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Bordo, M.D., Taylor, A.M. & Williamson, J.G. (red.) (2003), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Bullard, J. (1999), Testing Long-Run Monetary Neutrality Propositions: Lessons from the Recent Research, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November/December, s. 57-77.
- Christensen, A.M. & Hansen, N.L. (2007), The Monetary-Policy Regime and the development in central macroeconomic variables in the OECD countries 1970-2005, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, No. 31, December.
- Cukierman, A. (2007), Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past Present and Future, *CEPR Discussion Paper*, No. 6441, September.
- Danmarks Nationalbank (2003), *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave, København: Danmarks Nationalbank.
- Danmarks Nationalbank (2007), Dansk økonomi 2007-09, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, s. 25-35.
- Det Økonomiske Råd. Formandskabet (1985), *Dansk pengepolitik under forvandling – En strukturreport udarbejdet efter anmodning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg*, København: Akademisk Forlag.
- ECB (2007), *Financial Statistics for a Global Economy*, Frankfurt: ECB.
- Flores, J.-H. (2007), Information Asymmetries and Financial Intermediation during the Baring Crises: 1880-1890, *Universidad Carlos III De*

- Madrid Working Papers in Economic History*, No. 16, October.
- Garbade, K.D. & Silber, W.L. (1978), Technology, Communication and the Performance of Financial Markets: 1840-1975, *Journal of Finance*, Vol. 33, s. 819-832.
- Gaspar, V., Herrero, A.G., Hoogduin, L., Morgan, J. & Winkler, B. (red.) (2001), *Why price stability?*, Frankfurt: European Central Bank.
- Hansen, J.L. & Storgaard, P.E. (2005), Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, s. 25-40.
- Keynes, J.M. (1919), *The Economic Consequences of the Peace*, London: MacMillan.
- Lund, J.W. (2007), Uro på de finansielle markeder, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, s. 37-47.
- Madsen, B.B. (2006), Finansielle koncerner og konglomerater, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, s. 57-65.
- Miskhin, F.S. (2006), *The Next Great Globalization*, Princeton, NJ.: Princeton University Press.
- Miskhin, F.S. (2007a), *Will monetary policy become more of a science?*, paper presented at the conference *Monetary policy over fifty years* to mark the 50th anniversary of the Deutsche Bundesbank, Frankfurt, Germany, September.
- Miskhin, F.S. (2007b), *Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy*, speech delivered at the Domestic Prices in an Integrated World Economy Conference, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D. C., September.
- Neumann, M.J.M. (2007), *Pre-Commitment and Guidance Lessons from the Bundesbank's History*, s. 8-16 i: ECB (2007), *Monetary Policy. A Journey from Theory to Practice*, Frankfurt: ECB.
- Pedersen, E.H. (2007), Globalisering og dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, s. 23-41.
- Qvigstad, J.F. (2006), When does an interest rate path »look good«? Criteria for an appropriate future interest rate path, *Norges Bank Working Paper*, No. 5, April.
- Schieber, H. (1995), *Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline*, paper presented at the *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Budget Deficits and Debt: Issues and Options*, Jackson Hole, Wyoming, August.
- Storgaard, P.E. (2002), Valutakursregimer og gennemsigthed, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, s. 57-67.
- Storgaard, P.E. (2004), Mål og midler i pengepolitikken, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, s. 49-64.
- Svensson, L. (2007), *What have economists learned over the past 50 years*, speech delivered at the conference *Monetary policy over fifty years* to mark the 50th anniversary of the Deutsche Bundesbank, Frankfurt, Germany, September.
- Swanson, E. (2006), Would an Inflation Target Help Anchor U.S. Inflation Expectations?, *FRBSF Economic Letter*, No. 20, August.
- Taylor, J.B. (2007), Do we get more out of theory than we put in?, *Central Banking*, Vol. XVIII(2), pp. 23-27.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices*, Princeton, NJ.: Princeton University Press.
- Woodford, M. (2004), Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August, s. 15-41.
- Woodford, M. (2008), *The Fed's enhanced communication strategy: stealth inflation targeting?*

## Noter

1. I Danmark har de seneste to årtier ligeledes været præget af en betydelig forøgelse af den informationsmængde, som Nationalbanken offentliggør. Hovedparten af de analyser, som tidligere blev udarbejdet internt i banken, finder i dag vej til offentligheden i form af artikler i bankens kvartalsoversigt, Working Papers eller selvstændige publikationer. Artikeldelen i Nationalbankens kvartalsoversigt blev introduceret i 1986 for at imødekomme det ønske om øget information fra Nationalbanken, der blev fremsat i den redegørelse om dansk pengepolitik, som i 1985 blev udarbejdet af Det Økonomiske Råd efter anmodning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg, jf. Det Økonomiske Råd. Formandskabet (1985).
2. I nutidens valutamarkeder anvendes stadig ordet "cable" som slang for valutakursen mellem US dollar og britiske pund med reference til den vigtige rolle, som telegrafkablet kom til at spille i valutahandlen på tværs af Atlanten.
3. Et kreditderivat er et finansielt instrument, der overfører kreditrisikoen fra én part til en anden mod at førstnævnte betaler sidstnævnte en præmie.