

Rentedannelse, valutakursforventninger og modelegenskaber

Resumé:

Et velkendt træk ved ADAMs multiplikatorer er at der på langt sigt er mere end fuld crowding-out. Denne egenskab er stærkt knyttet til rentedannelsen i modellen. I papiret vises at valutakursforventningerne, som de er formuleret i modelversionen maj98, har en væsentlig indflydelse på modelegenskaber på mellemlangt og langt sigt.

TMK10D98.wp

Nøgleord: Valutakursforventninger rentedannelse modelegenskaber crowding-out

Modelgruppepapirer er interne arbejdsrapporter. De konklusioner, der drages i papirerne, er ikke endelige og kan være ændret inden opstillingen af nye modelversioner. Det henstilles derfor, at der kun citeres fra modelgruppepapirerne efter aftale med Danmarks Statistik.

1. Rentedannelse, valutakursforventninger og crowding-out

Et træk ved ADAM multiplikatorer er at der ved modeltekniske eksperimenter typisk er mere end fuld crowding-out.¹ Nedenfor vises at det i høj grad hænger sammen med rentedannelsen i modellen. Mere præcist er der en tæt sammenhæng mellem modelleringen af valutakursforventninger i rentedannelsen og graden af "over crowding-out".

Obligationsrenten er bestemt ved den tyske rente, valutakursforventninger og risikopræmie. Ligevægtsrenten er givet ved

$$i^* = i^*(i_f, D\log\left(\frac{w}{w_f}\right), \frac{Enl}{Y}, k) \quad (1)$$

hvor i^* er den ligevægtsskabende rente

i_f er den udenlandske rente

w er timelønnen

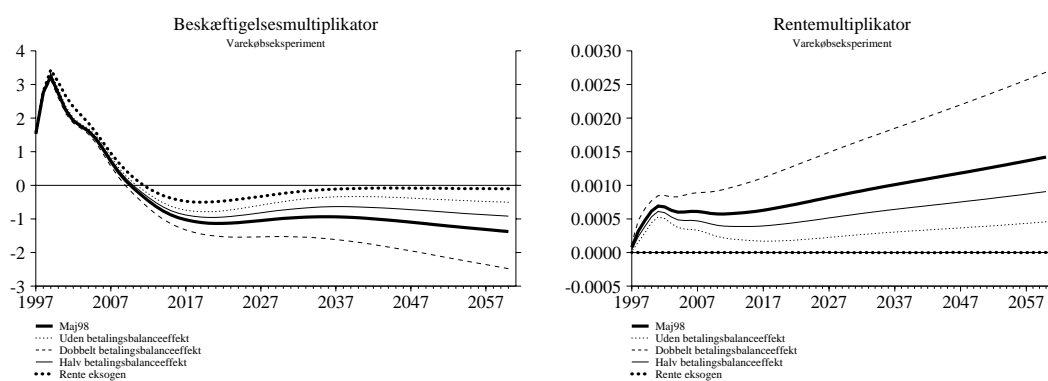
w_f er timelønnen i udlandet

Enl/Y er betalingsbalancen (som andel af BNP)

k er en risikopræmie

Forventninger til valutakursen dannes ud fra "relativ købekraftsparitet" og betalingsbalancesituation. Høj inflation i Danmark og/eller betalingsbalanceunderskud fører altså til forventninger om at kronen vil blive nedskrevet, og dermed vil den ligevægtsskabende rente være højere end den udenlandske. Den faktiske obligationsrente bestemmes herefter ved en tilpasning til den ligevægtsskabende rente gennem udlandets efterspørgsel efter danske obligationer.

Figur 1



Formuleringen af valutakursforventningerne har stor betydning for ADAM multiplikatoregenskaber på langt sigt. Der fremgår af figur 1, hvor der er eksperimenteret med koefficienten til betalingsbalanceleddet i (1). Figur 1 viser effekten af øget offentligt varekøb. Bemærk at boligmodellen er eksogeneret;

¹ Dette træk opstod med modelversionen marts 1995

således er rentens virkninger på kontantprisen og boliginvesteringer kortslettet. Det fremgår at jo større vægt betalingsbalancen gives, jo større er den såkaldte 'over crowding-out'. Hvis betalingsbalancen helt udelades af udtrykket for valutakursforventningerne er der ikke meget "over crowding-out" tilbage.

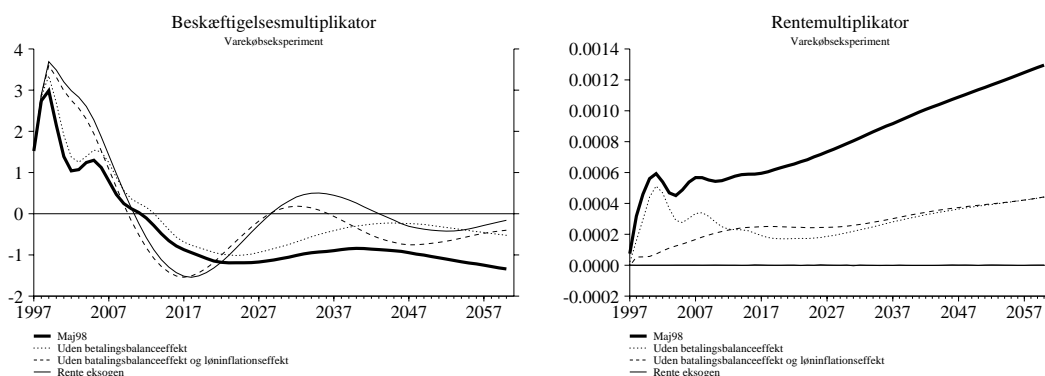
2. Valutakursforventninger, boligmodel og "7 års puklen"

I figur 1 er boligmodellen eksogeniseret. Det hænger sammen med at der er en tæt forbindelse mellem kontantpris og rente. Hvis rentedannelsen amputeres eller eksogeniseres og derfor ikke spiller med på boligmarkedet, er modstykket, at der er store bevægelser i kontantpris og boliginvesteringer. Hvis kontantpris og boliginvesteringer endogeniseres, så medtages effekter på boligmarkedet. Men herudover medtages også formueeffekter på forbruget gennem kontantpris og boligstok. Det sidste er nok så vigtigt. Valutakursforventninger har også stærk indflydelse på disse mekanismer - herunder også "7 års puklen". Med "7 års puklen" menes, at multiplaktorerne har et lille ekstra udsving efter 7-10 år.

Det er velkendt at "7 års puklen", som genfindes i mange af standardeksperimenterne med modellen er knyttet til boligmarkedet og rentedannelsen. Analyseres rentedannelsen yderligere, så kan det ses at fænomenet i høj grad hænger sammen det andet led i udtrykket for valutakursforventninger; den relative løninflationsparitet.

Figur 2 illustrerer samme eksperiment som figur 1. Her er boligmodellen dog endogen. Der er som ovenfor eksperimenteret med vægten til betalingsbalancenleddet. Men samtidig er der eksperimenteret med at kortslutte løninflationspariteten. Figuren illustrerer at "7 års puklen" ikke påvirkes af betalingsbalancenleddet. Derimod forsvinder "7 års puklen" hvis lønudtrykket kortsluttes.

Figur 2



3. Opsummering

Formuleringen af valutakursforventningerne har væsentlig indflydelse på modellens egenskaber på langt sigt.

Det er en tæt sammenhæng mellem valutakursforventningernes tilknytning til betalingsbalancesituationen og graden af "over crowding-out".

Ydermere er der også en sammenhæng mellem det forhold, at valutakursforventningernes dannes udfra en antagelse løninflationsparitet, og til den såkaldte "7 års pukkel". Det sidste ville måske være anderledes, hvis pariteten blev formuleret som en absolut lønparitet snarere end en løninflationsparitet. Det er også muligt at det vil se anderledes ud, hvis valutakursforventninger bliver dannet udfra en prisparitet fremfor en lønparitet.

I den nuværende relation har løninflationen-leddet og betalingsbalanceleddet dybest set samme rolle; nemlig at formidle forventninger til valutakursen. Løninflationsleddet virker på kort sigt, mens betalingsbalanceleddet først virker på mellemlangt og langt sigt. Den samlede effekten fra de to led er, i mange eksperimenter, en underlig dynamik i rentedannelsen på mellemlangt sigt, som næppe har været tilsigtet? Og det er den effekt som er hovedårsag til "7 års puklen".