

EUROPA - PARLAMENTET
EUROPÄISCHES PARLAMENT
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

EUROPEAN PARLIAMENT
PARLAMENTO EUROPEO
PARLEMENT EUROPEEN

PARLAMENTO EUROPEO
EUROPEES PARLEMENT
PARLAMENTO EUROPEU



Directorate-General for Research

WORKING PAPER

ABRIDGED MULTILINGUAL EDITION

DA	Fastsættelse af rentesatser <i>Sammenfatning og konklusioner</i>
DE	Die Festlegung der Zinssätze <i>Zusammenfassung und Schlussfolgerungen</i>
EL	Ο καθορισμός των επιτοκίων <i>Περίληψη και συμπεράσματα</i>
EN	The Determination of Interest Rates <i>Summary and conclusions</i>
ES	La fijación de los tipos de interés <i>Resumen y conclusiones</i>
FI	Korkokantojen määräytyminen <i>Yhteen veto ja johtopäätökset</i>
FR	Détermination des taux d'intérêt <i>Résumé et conclusions</i>
IT	La determinazione dei tassi d'interesse <i>Sintesi e conclusioni</i>
NL	Hoe worden rentevoeten vastgesteld <i>Samenvatting en conclusies</i>
PT	A Determinação das Taxas de Juro <i>Resumo e conclusões</i>
SV	Faktorer som bestämmer räntorna <i>Sammanfattning och slutsatser</i>

Economic Affairs Series
ECON 116A XX

The original working paper, ECON 116, is available in EN, FR and DE.

At the end of this paper you will find a full list of recent publications in the Economic Affairs Series.

PUBLISHER: European Parliament
L - 2929 Luxembourg

AUTHOR: Ben Patterson and Kristina Lygnerud

EDITOR: Ben Patterson
Directorate General for Research
Economic, Monetary and Budgetary Affairs Division
Tel.: (00352) 4300-24114
Fax: (00352) 4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

The opinions expressed in this working paper are those of the author and do not necessarily reflect the position of the European Parliament.

Reproduction and translation of this publications are authorised, except for commercial purposes, provided that the source is acknowledged and that the publisher is informed in advance and supplied with a copy.

Manuscript completed in December 1999.

EUROPA - PARLAMENTET
EUROPÄISCHES PARLAMENT
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

EUROPEAN PARLIAMENT
PARLAMENTO EUROPEO
PARLEMENT EUROPEEN

PARLAMENTO EUROPEO
EUROPEES PARLEMENT
PARLAMENTO EUROPEU



Directorate-General for Research

WORKING PAPER

ABRIDGED MULTILINGUAL EDITION

DA	Fastsættelse af rentesatser <i>Sammenfatning og konklusioner</i>
DE	Die Festlegung der Zinssätze <i>Zusammenfassung und Schlussfolgerungen</i>
EL	Ο καθορισμός των επιτοκίων <i>Περίληψη και συμπεράσματα</i>
EN	The Determination of Interest Rates <i>Summary and conclusions</i>
ES	La fijación de los tipos de interés <i>Resumen y conclusiones</i>
FI	Korkokantojen määräytyminen <i>Yhteen veto ja johtopäätökset</i>
FR	Détermination des taux d'intérêt <i>Résumé et conclusions</i>
IT	La determinazione dei tassi d'interesse <i>Sintesi e conclusioni</i>
NL	Hoe worden rentevoeten vastgesteld <i>Samenvatting en conclusies</i>
PT	A Determinação das Taxas de Juro <i>Resumo e conclusões</i>
SV	Faktorer som bestämmer räntorna <i>Sammanfattning och slutsatser</i>

Economic Affairs Series

ECON 116A XX

01-2001

CONTENTS

FASTSÆTTELSE AF RENTESATSER	5
DEN KORTE RENTE	5
DEN LANGE RENTE	6
ERFARINGER I EUROOMRÅDET	7
KONKLUSIONER	8
DIE FESTLEGUNG DER ZINSSÄTZE	9
KURZFRISTIGE ZINSSÄTZE	10
LANGFRISTIGE ZINSSÄTZE	11
ERFAHRUNGEN IN DER EURO-ZONE	11
SCHLUSSFOLGERUNGEN	12
Ο ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	13
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ	14
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ	15
Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΕΥΡΩ	16
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	16
THE DETERMINATION OF INTEREST RATES	17
SHORT-TERM RATES	17
LONG-TERM RATES	18
EXPERIENCE IN THE EURO AREA	19
CONCLUSIONS	19
LA FIJACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS	21
TIPOS A CORTO PLAZO	22
INTERESES A LARGO PLAZO	23
LA EXPERIENCIA EN LA ZONA DEL EURO	23
CONCLUSIONES	24
KORKOKANTOJEN MÄÄRÄYTYMINEN	25
LYHYTAIKAISET KOROT	25
PITKÄAIKAISET KOROT	26
KOKEMUS EUROALUEELLA	27
JOHTOPÄÄTÖKSET	28
DETERMINATION DES TAUX D'INTERET	29
TAUX A COURT TERME	29
TAUX A LONG TERME	31
EXPERIENCE DANS LA ZONE EURO	31
CONCLUSIONS	32
LA DETERMINAZIONE DEI TASSI D'INTERESSE	33
TASSI D'INTERESSE A BREVE TERMINE	34
TASSI D'INTERESSE A LUNGO TERMINE	35
IL CASO DELL'UNIONE MONETARIA	35
CONCLUSIONI	36
HOE WORDEN RENTEVOETEN VASTGESTELD	37
KORTETERMIJNRENTE	38
LANGETERMIJNRENTE	39
ERVARINGEN IN DE EUROZONE	39
CONCLUSIES	40

A DETERMINAÇÃO DAS TAXAS DE JURO.....	41
TAXAS A CURTO PRAZO.....	42
TAXAS A LONGO PRAZO	43
EXPERIÊNCIA NA ZONA EURO.....	43
CONCLUSÕES	44
FAKTORER SOM BESTÄMMER RÄNTORNA.....	45
KORTA RÄNTOR	45
LÅNGA RÄNTOR	46
ERFARENHETER INOM EUROZONEN	47
SLUTSATSER	48
RECENT ECONOMIC AFFAIRS SERIES PUBLICATIONS.....	49

Fastsættelse af rentesatser

SAMMENFATNING OG KONKLUSIONER

Det har ikke altid været acceptabel praksis at opkræve renter for udlån af penge. "Åger" fordømmes udtrykkeligt i både Bibelen og shariaen, og moderne islamiske banker fungerer kun på grundlag af overskud.

På moderne finansielle markeder er der imidlertid ikke helt klare afgrænsninger af begreber som rente, leje, fortjeneste og formueforøgelse. Det aktuelle og stærkt omdiskuterede forslag om beskatning af renteindtægter i EU har vist, hvor vanskeligt det er at finde definitioner, som er juridisk præcise.

Inden for økonomisk teori er renter den pris, man betaler for at tilskynde dem, der har penge, til at spare pengene i stedet for at bruge dem og investere i langfristede aktiver i stedet for at opbevare kontanter. Rentesatser afspejler samspillet mellem udbuddet af opsparring og efterspørgslen efter kapital eller mellem efterspørgslen efter og udbuddet af penge.

Rentesatser kan udtrykkes som en procentdel, der skal betales (en "kupon"), som regel *pro anno*, eller som den "tilbagediskonterede" nutidsværdi af et beløb, der skal betales på et senere tidspunkt ("forfaldsdagen"). Der er en omvendt sammenhæng mellem den gældende rentesats på et givet tidspunkt og den tilbagediskonterede værdi på samme tidspunkt af rentebærende aktiver: dvs. obligationskurserne falder, når renten stiger.

Det er vigtigt at skelne mellem "nominelle" renter og "realrenter". Realrenten er den nominelle rente - dvs. "kuponrenten" - *minus* den takt, hvormed pengene taber i værdi. Der er imidlertid metodologiske problemer forbundet med beregningen af realrenter, idet der er væsentligt forskellige måder at beregne inflationstakten på.

Inflationsforventninger hører imidlertid blandt de vigtigste af de faktorer, der er bestemmende for rentesatsen. Generelt set kræver opsparerne et reelt afkast af deres investeringer. Ændringer i prognoserne for den fremtidige inflation afspejles derfor i dagskurserne på aktiver. F.eks. kan virkningen på obligationer med varierende løbetid aftegnes som ændringer i "rentekurven".

Rentesatser afspejler også *forskellige grader af risiko*. En institution med en bundsolid kreditværdighed som f.eks. Den Europæiske Investeringsbank vil kunne tiltrække opsparring til en langt lavere rente end virksomheder, der udsteder særligt risikobetonede obligationer. Lande med stor gæld kommer måske til at betale højere renter på statslån end lande, hvor risikoen for, at lånet misligholdes, er mindre. En sådan garanti for, at statslån tilbagebetales ved forfald, har da også ofte betydet, at regeringer ligefrem har kunnet låne penge til en *negativ* realrente.

Inden for alle økonomier vil der derfor være en mangfoldighed af rentesatser, som afspejler forskellige forventninger og risici. Markederne for forskellige aktiver - fysiske og finansielle - vil påvirke hinanden, idet opsparerne ændrer deres porteføljer og veksler mellem kontanter, rentebærende værdipapirer, aktier i virksomheder, sammensatte derivater, fast ejendom, antikviteter osv. Finansielle institutioner og store virksomheder udviser ikke samme adfærd som småsparerne og mindre virksomheder.

Den korte rente

Pengemarkedernes niveauer for "dag-til-dag"-renten (op til en uge) og den "korte" rente (op til et år) er stærkt påvirket af de renter, som fastsættes af centralbankerne. For euroområdet kan Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) anvende sine beføjelser

som eneleverandør af kontanter til at fastsætte et "gulv" og et "loft" for dag-til-dag-renten og den korte rente (indlånsrenten og den marginale udlånsrente) samt til at fastsætte en referencecentralkurs (den marginale refinansieringsrente eller "repo-rente").

Centralbankerne, hvis primære opgave er at fastholde prisstabilitet - som det er tilfældet med Den Europæiske Centralbank (ECB) - vil fastsætte den korte rente, så man forebygger fremtidig inflation. En højere rente vil opmuntre folk til at spare op i stedet for at bruge pengene og få virksomheder til at udskyde kapitaludgifter. En "neutral" rente vil være lige netop høj nok til at afværge en fremtidig inflation, men ikke så høj, at den kvæler den økonomiske vækst og øger arbejdsløsheden.

Der er dog visse vanskeligheder forbundet med at føre denne teoretiske model ud i praksis.

- Der er ingen garanti for politisk støtte til målsætningen om prisstabilitet. En alternativ målsætning kunne f.eks. være opretholdelse af fuld beskæftigelse, hvor renten holdes nede for at sætte investeringerne i vejret. Eller den nominelle rente ændres, således at realrenten kan fastholdes på et vedtaget niveau.
- Det er vanskeligt, for ikke at sige umuligt, at fastsætte, hvad en "neutral" rente er på et givet tidspunkt. Beregningen af inflationsrisici er et skønsspørgsmål, der bygger på data, som ikke alle er lige nøjagtige. ECB arbejder efter en model, der er baseret på to "søjler", dvs. et referenceniveau på 4,5% for den årlige vækst i pengemængdemålet M3 og en "bredt funderet vurdering af udsigterne for den fremtidige prisudvikling", der er baseret på en række andre indikatorer: obligationsrenter, forbrugerkredit, valutakurser m.m.
- Der hersker usikkerhed omkring de transmissionsmekanismer, hvormed centralbankrenten slår igennem på markedsrenten. Der er forskelle mellem de forskellige nationale økonomier og regioner, som skyldes forskelle i virksomhedernes finansieringskilder, niveauet og strukturen af virksomhedernes og husholdningernes gæld og graden af konkurrence inden for den finansielle tjenesteydelsessektor. Der er ikke meget at hente fra tidligere erfaringer, eftersom de finansielle systemer i denne tid hele tiden forandres på grund af selve den monetære union (Lucas-kritikken).
- De nationale økonomier bliver mere og mere modtagelige over for påvirkninger fra internationale finansielle markeder. Kortfristet kapital kan bevæge sig hurtigt mellem valutaområder i søgen efter højere fortjeneste og således ødelægge indenlandske pengepolitiske tiltag. Dette kan medføre konflikter af samme type, som ramte Det Forenede Kongerige i september 1992, da der var behov for en højere rente for at undgå devaluering af det britiske pund - og for at det kunne blive inden for Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme - mens en lavere rente var nødvendig for at undgå recession. Den relativt lave andel af euroområdet BNP, som indgår i handel, i forhold til de enkelte medlemsstaters valutaområder, har mindsket denne sårbarhed uden dog at have fjernet den.

Den lange rente

Eksistensen af globale finansielle markeder sikrer, at de lange *realrenter* har en tendens til at bevæge sig parallelt i forskellige økonomier. Derimod afspejler de lange *nominelle* renter inflationsforventningerne i de enkelte økonomier, som igen afspejler den indenlandske pengepolitik troværdighed. Til inflationsforventningerne er knyttet valutakursforventninger, men valutabevægelser kan også ske af årsager, der ikke har noget at gøre med inflationsforskelle. Den økonomiske teori har ikke været heldig med forudsigelserne på dette område.

Virkningen på den lange rente af ændringer af den korte rente er derfor ikke helt ukompliceret. En stigning i den korte rente kan føre til, eller finde sted samtidig med, en stigning i den lange rente, men kan også føre til et fald, hvis markederne er sikre på, at man undgår en fremtidig inflation.

Den nationale finanspolitik har også spillet en stor rolle i forbindelse med fastsættelsen af den lange rente. Hvis underskuddet på statsbudgettet og/eller den samlede statsgæld har været høj, har behovet for at låne til løbende udgifter og for at omlægge forfalden gæld tvunget den lange rente op. Metoden med "monetær finansiering" - dvs. trykning af penge for at rette op på løbende underskud på statsbudgettet, hvorved inflationen udhuler realværdien af den eksisterende gæld - har betydet, at man har måttet låne til endnu højere renter og med endnu kortere løbetid, og i sidste instans ført til misligholdelse af gælden. Dette er årsagen til, at bestemmelserne i Maastricht-traktaten, der suppleres af stabilitets- og vækstpacten, kræver balancerede statsbudgetter igennem konjunkturforløbet og helt forbyder monetær finansiering, privilegeret adgang til opsparing og økonomiske "redningsaktioner" til fordel for offentlige instanser, der ikke kan indfri deres gæld. Alle deltagere i euroområdet er forpligtet til at nedbringe den samlede statsgæld til højst 60% af BNP.

Det er heller ikke helt klart, hvorvidt ændringer i renteniveauet påvirker realøkonomien - investeringer, vækst, beskæftigelse osv. Generelt vil en rentestigning indvirke negativt på det fremtidige BNP, mens et rentefald vil have en positiv indvirkning. Men de mere detaljerede virkninger afhænger af den enkelte økonomis struktur og de efterspørgselselementer, den indeholder. De seneste erfaringer i Japan viser, at meget lave renter ikke i sig selv er nok til at puste nyt liv i en økonomi, der er gået i stå.

Erfaringer i euroområdet

I landene i euroområdet har den nominelle rente været jævnt faldende siden 1994, og i midten af 1999 var satserne historisk lave. Dette har betydet, at lande som Italien har kunnet reducere udgifterne til renter og afdrag på statsgæld betydeligt. Det samme har imidlertid ikke nødvendigvis været tilfældet med realrenten, som i Tyskland i begyndelsen af 1999 formentlig lå højere end den nominelle.

Pengepolitikken i euroområdet trådte effektivt i kraft den 3. december 1998, da de deltagende landes centralbanker foretog en koordineret sænkning af basisudlånsrenten til 3%. Da ESCB officielt overtog ansvaret, blev denne rentesats bekræftet som gældende "i en overskuelig fremtid". I løbet af de første måneder af 1999 affødte en betydelig opbremsning i den økonomiske vækst og vedvarende høje arbejdsløshedstal imidlertid et voksende politisk pres for at få en rentesænkning. I begyndelsen af april blev basisrenten således sat ned til 2,5%. Selv om M3 voksede til over målværdien, var inflationspresset fortsat meget svagt, men ECB's formand, Wim Duisenberg, gjorde det klart på det pågældende tidspunkt, at "nu sker der ikke mere!"

I løbet af året begyndte opmærksomheden at flytte sig over på euroens *eksterne* værdi. Først på sommeren så det ud, at den ville falde, så den lå på linje med dollaren, og euroen blev generelt betegnet som "svag". Men i juli begyndte kursen at gå op igen, og der sås tegn på en større økonomisk vækst. I perioden fra juli til september steg M3's vækstrate også til knap 6%, hvilket fik ECB til at tale om en "tendens til stramninger" ("tightening bias") i pengepolitikken. Den 4. november steg basisrenten igen til 3%.

Alt tyder indtil videre på, at ESCB har varetaget sin opgave til punkt og prikke. Inflationen ligger på nuværende tidspunkt et godt stykke under "prisstabilitetsdefinitionen" på 2%. Og, hvad der er vigtigere, inflationsforventningerne, som de kommer til udtryk i

obligationsrenten, ligger også fortsat lavt, mens den økonomiske vækst bedres, og arbejdsløsheden mindskes.

Der hersker imidlertid fortsat visse tvivl med hensyn til anvendeligheden af referenceværdien på 4,5% for M3 og med hensyn til, om de finansielle markeder faktisk er integreret (der er stadig forskelle i de nationale toneangivende obligationsrenter), samt med hensyn til politikken vedrørende euroens eksterne værdi.

Konklusioner

Integrationen af de internationale finansielle markeder øger presset fra eksterne faktorer, når den nationale pengepolitik skal fastlægges. Og selv om væsentlige centralbanker i verden har forskellige måder at gribe pengepolitikken an på, hvis man ser på detaljerne, er der dog bred enighed om grundprincipperne: målsætningen om prisstabilitet og stabilitet på de finansielle markeder. Dette fører til et sammenfald, hvis ikke samordning, af renteændringer, der fastsættes af centralbankerne.

Dette er også årsagerne til, at de lange realrenter sandsynligvis vil konvergere efter en international norm, som vil blive fastlagt via et kompliceret samspil mellem såvel pengepolitiske som realøkonomiske faktorer og især via det tempo, hvori den teknologiske udvikling foregår.

Die Festlegung der Zinssätze

ZUSAMMENFASSUNG UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Berechnung von Zinsen für das Verleihen von Geld war nicht zu allen Zeiten üblich. „Wucher“ wurde sowohl in der Bibel als auch durch das Recht der Scharia verurteilt, und moderne islamische Banken arbeiten lediglich gewinnorientiert.

Auf den modernen Finanzmärkten wird jedoch nicht eindeutig zwischen Zinsen, Miete, Gewinn und Vermögenszuwächsen unterschieden. Der gegenwärtig heiß diskutierte Vorschlag zur Zinsbesteuerung innerhalb der EU hat gezeigt, wie schwierig es ist, zu juristisch exakten Definitionen zu gelangen.

Die volkswirtschaftliche Theorie versteht unter Zinsen den Preis, der dafür gezahlt wird, daß Geld gespart anstatt ausgegeben wird. Des weiteren stellen Zinsen einen Anreiz für die Investition in langfristige Vermögenswerte dar. Die Zinssätze spiegeln die Wechselwirkung zwischen der Bereitstellung von Ersparnissen und der Nachfrage nach Kapital oder zwischen der Nachfrage nach Geld und dem Angebot an Geld wider.

Die Zinssätze können in Form von Prozentsätzen („Zinskupon“), die normalerweise *jährlich* zu zahlen sind, oder als gegenwärtiger „diskontierter“ Wert einer zu einem späteren Zeitpunkt („Fälligkeitsdatum“) zahlbaren Summe ausgedrückt werden. Es gibt ein umgekehrt proportionales Verhältnis zwischen dem zu einem beliebigen Zeitpunkt geltenden Zinssatz und dem diskontierten Wert zu dem Zeitpunkt, wenn die Kapitalerträge für die Vermögenswerte fällig werden: d.h. die Anleihekurse fallen, wenn die Renditen steigen.

Eine wichtige Unterscheidung muß zwischen „nominalen“ und „effektiven“ Zinssätzen (Realzinssätzen) getroffen werden. Ein Realzinssatz ist die *Differenz* zwischen dem nominalen („Zinskupon“) Zinssatz und dem Prozentsatz, zu dem das Geld an Wert verliert. Die Berechnung der Realzinssätze stellt jedoch ein methodologisches Problem dar, da es sehr unterschiedliche Möglichkeiten zur Berechnung der Inflationsraten gibt.

Die *Inflationserwartungen* gehören jedoch zu den wichtigsten Determinanten der Zinssätze. Im allgemeinen erwarten die Sparer eine echte Rendite für ihre Investitionen. Änderungen der Prognosen bezüglich der künftigen Inflationsraten schlagen sich daher in den aktuellen Preisen der Vermögenswerte nieder. Die Auswirkungen auf Anleihen mit unterschiedlichen Fälligkeitsdaten können beispielsweise durch Verschiebungen auf der „Zinsertragskurve“ dargestellt werden.

Die Zinssätze spiegeln ebenfalls *unterschiedliche Risikograde* wider. Ein Organ mit einer grundsoliden Bonität, wie beispielsweise die Europäische Investitionsbank, wird in der Lage sein, Ersparnisse zu weit niedrigeren Zinssätzen anzuziehen als Emittenten von „Risikopapieren“. Länder mit einer hohen Staatsverschuldung müssen möglicherweise höhere Zinssätze für Kreditaufnahmen durch die öffentliche Hand bezahlen als Länder, in denen das Risiko der Zahlungsunfähigkeit geringer ist. Die Gewähr, daß die „Schuldtitel staatlicher Kreditnehmer“ bei Fälligkeit zurückgezahlt werden, hat es den Regierungen oftmals ermöglicht, Kredite zu *negativen* Realzinssätzen aufzunehmen.

In jeder Volkswirtschaft gibt es daher eine Vielzahl von Zinssätzen, die die unterschiedlichen Erwartungen und Risiken widerspiegeln. Die Märkte für die verschiedenen Vermögenswerte (materiell und finanziell) beeinflussen sich gegenseitig, da die Sparer ihr Vermögen zwischen Bargeld, festverzinslichen Wertpapieren, Firmenanteilen, komplexen Derivaten, Immobilien, Antiquitäten usw. aufteilen können. Kreditinstitute und große Unternehmen werden sich anders als Kleinanleger und kleine Unternehmen verhalten.

Kurzfristige Zinssätze

Auf dem Geldmarkt wird die Höhe der Zinssätze für „Überbrückungskredite“ (bis zu einer Woche) und „kurzfristige Kredite“ (bis zu einem Jahr) wesentlich von den Zinssätzen der Zentralbanken beeinflusst. In der Euro-Zone kann das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) seine Monopolstellung nutzen, um eine Unter- und eine Obergrenze hinsichtlich der Zinssätze für Überbrückungskredite und kurzfristige Kredite (den Einlagenzins und den Grenzeinlagenzinssatz) sowie den Referenzzinssatz (den Grenzrefinanzierungssatz, d.h. den Zinssatz für die „Wiederinbesitznahme“) festzulegen.

Die Zentralbanken, deren Hauptziel – ebenso wie bei der Europäischen Zentralbank (EZB) selbst –, die Preisstabilität ist, werden kurzfristige Zinssätze festlegen, um der künftigen Inflation vorzubeugen. Die gegenwärtig höheren Zinssätze sollten die Menschen eher zum Sparen als zum Geldausgeben animieren und die Unternehmen zum Aufschub von Investitionen bewegen. Die „neutralen“ Zinssätze sind gerade hoch genug, um der künftigen Inflation entgegenzuwirken, aber nicht so hoch, daß das Wirtschaftswachstum gebremst wird und die Arbeitslosenquote steigt.

Es gibt jedoch eine Reihe von Problemen bei der Umsetzung dieses theoretischen Modells.

- Die Unterstützung der Preisstabilität von politischer Seite ist nicht immer gewährleistet. Eine alternative Zielsetzung könnte beispielsweise darin bestehen, die Vollbeschäftigung aufrechtzuerhalten, indem die Zinsen niedrig gehalten werden, um Investitionen zu fördern. Oder die Nominalzinsen könnten nur zu dem Zweck geändert werden, um die Realzinssätze in einer bestimmten vereinbarten Höhe aufrechtzuerhalten.
- Es ist schwierig oder sogar unmöglich festzulegen, was zu einem beliebigen Zeitpunkt „neutrale“ Zinssätze sein könnten. Eine objektive Einschätzung des Inflationsrisikos kann aufgrund der unterschiedlichen Genauigkeit der Daten nicht vorgenommen werden. Die EZB geht von zwei „Säulen“ aus, d.h. einerseits von einem 4,5%igen Referenzniveau für die jährliche Wachstumsrate des Geldvolumens M3 und andererseits von einer „umfassenden Beurteilung der künftigen Preisentwicklungen“, die auf einer Reihe unterschiedlicher Indikatoren beruht: Anleiherenditen, Konsumkredit, Wechselkurs usw.
- Es besteht Unsicherheit in bezug auf die Übertragungsmechanismen, die dazu beitragen, daß sich die Zinssätze der Zentralbank auf die Zinssätze des Marktes auswirken. Die Unterschiede zwischen den Volkswirtschaften der einzelnen Länder und Regionen entstehen durch die unterschiedlichen Unternehmensfinanzierungen, die unterschiedliche Höhe und Struktur der Verbindlichkeiten von Unternehmen und privaten Haushalten sowie den unterschiedlich starken Wettbewerbsdruck in der Finanzdienstleistungsbranche. Es läßt sich nur wenig aus den Erfahrungen der Vergangenheit ableiten, da sich die Finanzsysteme momentan infolge der Währungsunion in einem Übergangsstadium befinden (Lucas-Kritik).
- Die nationalen Volkswirtschaften sind zunehmend den Einflüssen der internationalen Finanzmärkte ausgesetzt. Das kurzfristige Kapital kann schnell zwischen den einzelnen Währungsgebieten hin und her bewegt werden, um höhere Renditen zu erzielen. Dadurch wird die inländische Währungspolitik negativ beeinflusst. Dies kann zu Problemen führen, mit denen das Vereinigte Königreich im September 1992 konfrontiert wurde, als einerseits höhere Zinssätze erforderlich waren, um eine Abwertung des britischen Pfundes zu vermeiden, und seinen Verbleib im Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems zu gewährleisten, andererseits jedoch niedrigere Zinssätze, um einer Rezession entgegenzuwirken. Der im Vergleich zu den Währungsgebieten der einzelnen Mitgliedstaaten relativ geringe BIP-Anteil in der Euro-

Zone, der auf den Handel entfällt, hat diese Anfälligkeit verringert, aber nicht völlig beseitigt.

Langfristige Zinssätze

Das Bestehen der globalen Finanzmärkte gewährleistet, daß sich die *effektiven* langfristigen Zinssätze unterschiedlicher Volkswirtschaften im Laufe der Zeit aneinander angleichen. Die *nominalen* langfristigen Zinssätze spiegeln jedoch die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Inflationsraten in den einzelnen Volkswirtschaften wider, die wiederum ein Indikator für die Glaubwürdigkeit der inländischen Währungspolitik sind. Die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Inflationsraten sind mit den Erwartungen hinsichtlich der künftigen Wechselkursentwicklungen verknüpft. Die Wechselkurse können auch aus Gründen, die nicht mit dem Inflationsgefälle in Zusammenhang stehen, schwanken. Die Vorhersagen im Rahmen der volkswirtschaftlichen Theorie waren in diesem Bereich jedoch oftmals nicht zutreffend.

Die Änderungen der kurzfristigen Zinssätze haben daher keine unmittelbaren Auswirkungen auf die langfristigen Zinssätze. Eine Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze kann zu einer Erhöhung der langfristigen Zinssätze führen oder vorübergehend damit einhergehen. Sie kann jedoch auch zu einer Senkung führen, wenn auf den Märkten die Überzeugung vorherrscht, daß einer künftigen Inflation Einhalt geboten wurde.

Die Fiskalpolitik der einzelnen Länder hat ebenfalls eine wichtige Rolle bei der Festlegung der langfristigen Zinssätze gespielt. Dort, wo die Haushaltsdefizite und/oder die Staatsverschuldung groß waren, wurden die langfristigen Zinssätze in die Höhe getrieben, da es notwendig war, Kredite zur Deckung der aktuellen Ausgaben und zur Refinanzierung der kurzfristigen Verbindlichkeiten aufzunehmen. Die „Monetisierung“, d.h. das Drucken zusätzlicher Banknoten, um die aktuellen Haushaltsdefizite auszugleichen, führt aufgrund der Inflation möglicherweise zu einer Verfälschung der tatsächlichen Verbindlichkeiten. Dies hatte zur Folge, daß Kredite zu noch höheren Zinssätzen und mit noch kürzeren Laufzeiten aufgenommen wurden, die am Ende nicht zurückgezahlt werden konnten. Aus diesem Grund verlangen die Bestimmungen des Maastrichter Vertrags, ergänzt durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt, im Verlauf eines Konjunkturzyklus ausgeglichene Haushalte und untersagen die Monetisierung, den bevorrechtigten Zugriff auf Ersparnisse oder „Notverkäufe“ durch zahlungsunfähige öffentliche Stellen. Alle Teilnehmer an der Euro-Zone sind verpflichtet, die Höhe der Staatsverschuldung insgesamt auf maximal 60% des BIP zu begrenzen.

Des weiteren kann keine klare Aussage darüber getroffen werden, inwieweit sich Änderungen der Zinssätze auf die reale Wirtschaft (Investitionen, Wachstum, Beschäftigung usw.) auswirken. Im allgemeinen hat ein Anstieg der Zinssätze negative Auswirkungen und eine Senkung positive Auswirkungen auf die künftige Entwicklung des BIP. Die Auswirkungen hängen jedoch im einzelnen von der Struktur einer bestimmten Volkswirtschaft und der jeweiligen Nachfragesituation ab. Jüngste Erfahrungen in Japan zeigen, daß sehr niedrige Zinssätze allein nicht ausreichen, um eine angeschlagene Industrie wieder anzukurbeln.

Erfahrungen in der Euro-Zone

Die Nominalzinssätze in den Ländern der Euro-Zone sind seit 1994 ständig gesunken und erreichten 1999 einen historischen Tiefpunkt. Dies hat Länder wie beispielsweise Italien in die Lage versetzt, die Kosten für die Tilgung der Staatsverschuldung drastisch zu senken. Dies muß nicht zwingend auch für die Realzinssätze, die in Deutschland Anfang 1999 wahrscheinlich über den Nominalzinssätzen lagen, gelten.

Die Währungspolitik in der Euro-Zone nahm am 3. Dezember 1998 ihren Anfang, als die Zentralbanken der teilnehmenden Länder die Leitzinsen im Rahmen einer konzertierten Aktion einheitlich auf 3% senkten. Als das ESZB offiziell die Verantwortung übernahm, wurde dieser Zinssatz „für die absehbare Zukunft“ bestätigt. Anfang 1999 führten jedoch ein erheblicher Rückgang des Wirtschaftswachstums und die konstant hohe Arbeitslosigkeit zu wachsendem politischen Druck, die Zinssätze zu senken. Anfang April wurde der Leitzins tatsächlich auf 2,5% gesenkt. Obwohl das Geldvolumen M3 bei diesem Zinssatz zunahm, blieben die inflationären Tendenzen sehr gering. EZB-Präsident Wim Duisenberg ließ keinerlei Zweifel aufkommen mit seiner damaligen Feststellung: „Das ist es!“

Im weiteren Verlauf des Jahres konzentrierte sich die Aufmerksamkeit auf den *Außenwert* des Euro. *Anfang des Sommers hatte es den Anschein, als ob Dollar und Euro gleich bewertet werden könnten, und der Euro wurde weithin als „schwach“ eingestuft.* Im Juli begann sich jedoch der Wechselkurs zu erholen, und es gab Anzeichen für ein größeres Wirtschaftswachstum. Zwischen Juli und September lag der M3-Zuwachs bei nahezu 6% und veranlaßte die EZB, von einer „restriktiven Tendenz“ in der Währungspolitik zu sprechen. Am 4. November stieg der Leitzins wieder auf 3%.

Das ESZB hat seinen Auftrag nachweislich in vollem Umfang erfüllt. Die gegenwärtige Inflationsrate liegt deutlich unter der 2%-Grenze, die im Hinblick auf die Preisstabilität festgelegt wurde. Noch wichtiger ist die Tatsache, daß auch die Erwartungen in bezug auf die künftige inflationäre Entwicklung, wie an den Anleiherenditen erkennbar, niedrig bleiben, während das Wirtschaftswachstum an Fahrt gewinnt und die Arbeitslosigkeit zurückgeht.

Es bleiben jedoch einige offene Fragen hinsichtlich der Nützlichkeit des M3-Referenzniveaus von 4,5% sowie hinsichtlich der bisherigen Fortschritte bei der Integration der Finanzmärkte (es bestehen noch immer Unterschiede bei den nationalen Eckdaten für die Anleiherenditen) und hinsichtlich der Politik, um den Außenwert des Euros zu beeinflussen.

Schlussfolgerungen

Die Integration der globalen Finanzmärkte erhöht den Einfluß externer Faktoren auf die inländische Währungspolitik. Obwohl die weltweit größten Zentralbanken unterschiedliche Ansätze zur Umsetzung ihrer Währungspolitik ergreifen, gibt es darüber hinaus eine weitgehende Übereinstimmung in wesentlichen Punkten: Preisstabilität und Stabilität der Finanzmärkte. Dies führt zu einer Übereinstimmung, wenn nicht gar zu einer Abstimmung bei den durch die Zentralbanken festgelegten Änderungen der Zinssätze.

Aus denselben Gründen werden sich die langfristigen Realzinssätze auf einem internationalen Niveau einpendeln, das durch das komplexe Zusammenwirken von monetären und realen Faktoren sowie insbesondere durch die Geschwindigkeit des technologischen Fortschritts bestimmt wird.

Ο καθορισμός των επιτοκίων

Περίληψη και συμπεράσματα

Η επιβολή τόκου για το δανεισμό χρήματος δεν υπήρξε πάντοτε μια αποδεκτή πρακτική. Τόσο η Βίβλος όσο και το ισλαμικό δίκαιο καταδικάζουν ευθέως την "τοκογλυφία", οι δε τράπεζες των ισλαμικών χωρών λειτουργούν μόνο με βάση το κέρδος. Εντούτοις, στις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές αγορές δεν είναι σαφείς οι διακρίσεις μεταξύ του τόκου, της προσόδου, του κέρδους και της υπεραξίας του κεφαλαίου. Η πρόσφατη πρόταση για τη φορολόγηση των τόκων στην ΕΕ, η οποία αποτέλεσε αντικείμενο έντονων διαφωνιών, αποτελεί μία ακόμη απόδειξη της δυστοκίας που χαρακτηρίζει τις προσπάθειες επίτευξης νομικά σαφών ορισμών.

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, τόκος είναι το ποσόν που καταβάλλεται προκειμένου όσοι διαθέτουν χρήματα να πεισθούν να τα αποταμιεύσουν παρά να τα δαπανήσουν και να τα επενδύσουν σε μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία παρά να τα διατηρούν σε μετρητά. Τα επιτόκια αντανakλούν την αλληλεπίδραση μεταξύ της προσφοράς αποταμιεύσεων και της ζήτησης κεφαλαίου ή μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς χρήματος. Τα επιτόκια μπορούν να εκφραστούν ως πληρωτέο, συνήθως *ανά έτος*, ποσοστό ("τοκομερίδιο") ή ως η παρούσα "προεξοφλητική" αξία ενός πληρωτέου σε μελλοντική ημερομηνία ποσού (η ημερομηνία "λήξης"). Η σχέση μεταξύ του ισχύοντος κατά καιρούς επιτοκίου και της προεξοφλητικής αξίας των τοκοφόρων περιουσιακών στοιχείων κατά τον ίδιο χρόνο είναι αντιστρόφως ανάλογη: δηλαδή οι τιμές των ομολογιών πέφτουν όταν αυξάνονται οι αποδόσεις.

Πρέπει να γίνει μια σημαντική διάκριση μεταξύ των "ονομαστικών" και των "πραγματικών" επιτοκίων. Το πραγματικό επιτόκιο ισούται με το αποπληθωρισμένο ονομαστικό επιτόκιο. Ωστόσο, ο υπολογισμός των πραγματικών επιτοκίων παρουσιάζει μεθοδολογικά προβλήματα, δεδομένου ότι το ποσοστό του πληθωρισμού μπορεί να υπολογισθεί με πολύ διαφορετικούς τρόπους.

Παρόλα αυτά, οι *προβλέψεις για την πορεία του πληθωρισμού* αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες καθορισμού του ύψους των επιτοκίων. Σε γενικές γραμμές, οι αποταμιευτές επιζητούν από τις επενδύσεις τους μία πραγματική απόδοση. Κατά συνέπεια, οι τρέχουσες τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντανakλούν τις μεταβολές στις προβλέψεις για το μελλοντικό πληθωρισμό. Για παράδειγμα, οι επιπτώσεις στις ομολογίες με κυλιόμενη ημερομηνία λήξεως μπορούν να καταγραφούν ως μεταβολές στην "καμπύλη απόδοσης". Τα επιτόκια αντανakλούν επίσης τη *διαφοροποίηση των βαθμών κινδύνου*. Ένας οργανισμός με υψηλό βαθμό φερεγγυότητας, όπως η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, έχει τη δυνατότητα να προσελκύει αποταμιεύσεις με πολύ χαμηλότερα επιτόκια από εκείνα που παρέχουν οι εταιρίες που εκδίδουν ομολογίες υψηλού πιστωτικού κινδύνου. Οι χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος είναι ίσως αναγκασμένες να χορηγούν υψηλότερα επιτόκια για δημόσιο δανεισμό από ό,τι οι χώρες που διατρέχουν μικρότερο κίνδυνο αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους τους. Πράγματι, η εγγύηση για την επιστροφή του "κρατικού χρέους" κατά τη λήξη της προθεσμίας εξόφλησής του επέτρεψε συχνά στα κράτη να δανείζονται με *αρνητικά* πραγματικά επιτόκια.

Κατά συνέπεια, σε κάθε οικονομία υπάρχει πληθώρα επιτοκίων, τα οποία αντανakλούν διαφοροποιούμενες προσδοκίες και κινδύνους. Οι αγορές των διάφορων περιουσιακών στοιχείων – φυσικών και χρηματοοικονομικών – αλληλοεπηρεάζονται, καθώς οι επενδυτές μοιράζουν τα χαρτοφυλάκιά τους σε μετρητά, σε τοκοφόρους τίτλους, σε ίδια κεφάλαια σε εταιρίες, σε σύνθετα παράγωγα προϊόντα, σε ακίνητα, σε παλαιά αντικείμενα αξίας, κλπ. Οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί και οι μεγάλες εταιρίες συμπεριφέρονται διαφορετικά από ό,τι οι μικροαποταμιευτές και οι μικρές επιχειρήσεις.

Βραχυπρόθεσμα επιτόκια

Το ύψος των επιτοκίων "overnight" (έως και μία εβδομάδα) και των "βραχυπρόθεσμων επιτοκίων" (έως και ένα έτος) στις κεφαλαιαγορές επηρεάζεται έντονα από τα επιτόκια που καθορίζουν οι Κεντρικές Τράπεζες. Σε ό,τι αφορά στη ζώνη ευρώ, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) μπορεί να χρησιμοποιήσει τη δύναμή του ως μονοπωλιακού προμηθευτή μετρητών για να ορίσει ανώτατα και κατώτατα όρια στα επιτόκια overnight και στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (το επιτόκιο καταθέσεων και το επιτόκιο οριακού δανεισμού), καθώς επίσης και για να ορίσει ένα κεντρικό επιτόκιο αναφοράς (το οριακό επιτόκιο επαναγοράς χρεωγράφων ή επιτόκιο "συμφωνιών επαναγοράς").

Οι Κεντρικές Τράπεζες με πρωταρχικό μέλημα τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών – όπως και η ίδια η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) – ορίζουν το ύψος των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων με στόχο την αποτροπή της εμφάνισης πληθωριστικών πιέσεων στο μέλλον. Τα υψηλότερα τρέχοντα επιτόκια θα ενθαρρύνουν την αποταμίευση και θα περιορίσουν την κατανάλωση, οι δε επιχειρήσεις θα αναβάλουν τις κεφαλαιουχικές δαπάνες. Τα "ουδέτερα" επιτόκια θα είναι αρκούντως υψηλά ώστε να ανακόπτουν την εμφάνιση μελλοντικών πληθωριστικών πιέσεων και, ταυτόχρονα, όχι περισσότερο από όσο ενδείκνυται ώστε να μην αποτελούν τροχοπέδη για την οικονομική ανάπτυξη και να μη συμβάλλουν στην αύξηση της ανεργίας.

Ωστόσο, η εφαρμογή αυτού του θεωρητικού μοντέλου παρουσιάζει αρκετά προβλήματα.

- Δεν είναι εγγυημένη η πολιτική υποστήριξη προς το στόχο της σταθερότητας των τιμών. Ένας εναλλακτικός στόχος, για παράδειγμα, θα μπορούσε να είναι η διατήρηση της πλήρους απασχόλησης, με τα επιτόκια να παραμένουν χαμηλά προκειμένου να αυξηθούν οι επενδύσεις. Ομοίως, τα ονομαστικά επιτόκια θα μπορούσαν να αλλάζουν μόνο για να διατηρηθούν τα πραγματικά επιτόκια σε κάποιο συμφωνημένο επίπεδο.
- Είναι δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να καθορισθεί το ύψος των "ουδέτερων" επιτοκίων σε κάποια δεδομένη χρονική στιγμή. Η εκτίμηση του πληθωριστικού κινδύνου είναι θέμα κρίσεως, βασίζεται δε σε δεδομένα των οποίων η ακρίβεια ποικίλλει. Η ΕΚΤ χρησιμοποιεί μία "διττή" προσέγγιση, η οποία βασίζεται σε ένα επίπεδο αναφοράς της τάξεως του 4,5% για το ποσοστό αύξησης του νομισματικού μεγέθους M3 σε ετήσια βάση και σε μια "ευρεία εκτίμηση της μελλοντικής εξέλιξης των τιμών", η οποία βασίζεται σε ένα πλήθος άλλων δεικτών: απόδοση ομολογιών, καταναλωτική πίστη, συναλλαγματικές ισοτιμίες, κλπ.
- Επικρατεί αβεβαιότητα σχετικά με τους μηχανισμούς μετάδοσης βάσει των οποίων τα επιτόκια της Κεντρικής Τράπεζας αντανακλώνται στα επιτόκια της αγοράς. Οι παραλλαγές μεταξύ των διάφορων εθνικών οικονομιών και περιφερειών διαμορφώνονται ως επακόλουθο των διαφορών που υπάρχουν στις πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, στο ύψος και τη δομή των εταιρικών και οικιακών χρεών και στην επίδραση του ανταγωνισμού στον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η εμπειρία του παρελθόντος μπορεί να είναι ελάχιστα διαφωτιστική, καθώς τα χρηματοπιστωτικά συστήματα βρίσκονται στο κέντρο της δίνης των αλλαγών ως αποτέλεσμα της ίδιας της νομισματικής ένωσης (η κριτική Lucas).
- Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές επηρεάζουν ολοένα και περισσότερο τις εθνικές οικονομίες. Τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια μπορούν να μετακινούνται ταχύτατα μεταξύ των νομισματικών ζωνών σε αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων, με αποτέλεσμα να προκαλούν στρεβλώσεις στη λειτουργία της εγχώριας νομισματικής πολιτικής. Το γεγονός αυτό μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα όπως αυτό που αντιμετώπισε το Ηνωμένο Βασίλειο τον Σεπτέμβριο του 1992, όταν απαιτήθηκε τόσο η άνοδος των

επιτοκίων προκειμένου να αποφευχθεί η υποτίμηση της λίρας στερλίνας – και η παραμονή της στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος – όσο και η μείωσή τους, ώστε να αποφευχθεί η ύφεση. Το συγκριτικά χαμηλό ποσοστό του εμπορεύσιμου ΑΕγχΠ στη ζώνη ευρώ, σε σύγκριση με τις νομισματικές ζώνες των μεμονωμένων κρατών μελών, έχει μειώσει, χωρίς όμως και να έχει εξαλείψει, την εν λόγω ευπάθεια.

Μακροπρόθεσμα επιτόκια

Η ύπαρξη παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών διασφαλίζει την τάση αλληλεξάρτησης της πορείας των *πραγματικών* μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε διάφορες οικονομίες. Ωστόσο, τα *ονομαστικά* μακροπρόθεσμα επιτόκια αντανakλούν τις προβλέψεις για την πορεία του πληθωρισμού στις επιμέρους οικονομίες, οι οποίες, με τη σειρά τους, αντανakλούν την αξιοπιστία των εγχώριων νομισματικών πολιτικών. Οι προβλέψεις για την εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών συνδέονται με τις προβλέψεις για την πορεία του πληθωρισμού. Εντούτοις, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορούν να οφείλονται και σε λόγους που δεν συνδέονται με τις διαφορές πληθωρισμού. Οι προβλέψεις της οικονομικής θεωρίας στον τομέα αυτόν δεν υπήρξαν επιτυχείς.

Κατά συνέπεια, οι επιπτώσεις των μεταβολών των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν είναι σαφείς. Μία άνοδος των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μπορεί να προκαλέσει άνοδο και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων ή και να συμβεί συγχρόνως με αυτή. Μπορεί, όμως, να προκαλέσει και την πτώση τους, εφόσον οι αγορές πεισθούν ότι έχει αποτραπεί η εμφάνιση πληθωρισμού στο μέλλον.

Οι εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές έχουν διαδραματίσει επίσης σημαντικό ρόλο στον καθορισμό του ύψους των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Σε όσες περιπτώσεις το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού ή/και το συνολικό δημόσιο χρέος είναι πολύ υψηλά, η ανάγκη προσφυγής σε δανεισμό για την κάλυψη των τρεχουσών δαπανών και την αναχρηματοδότηση των ληξιπρόθεσμων χρεών προκαλεί άνοδο των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Η οδός της "νομισματοποίησης" – δηλαδή η έκδοση χρήματος για την κάλυψη των τρεχόντων ελλειμμάτων του κρατικού προϋπολογισμού, η οποία επιτρέπει στον πληθωρισμό να μειώσει την πραγματική αξία του υφιστάμενου χρέους – είχε ως αποτέλεσμα το δανεισμό με πολύ υψηλά επιτόκια και με ακόμη μικρότερες προθεσμίες αποπληρωμής των δανείων, με τελική κατάληξη την αδυναμία εξυπηρέτησης του χρέους. Για το λόγο αυτό, οι διατάξεις της συνθήκης του Μάαστριχτ, επικουρούμενες από το σύμφωνο σταθερότητας και ανάπτυξης, απαιτούν ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς για το σύνολο του οικονομικού κύκλου και απαγορεύουν ρητά τη νομισματοποίηση, την προνομιούχα πρόσβαση στις αποταμιεύσεις και τη διαγραφή των χρεών των υπερήμερων δημόσιων επιχειρήσεων ή οργανισμών. Όλοι οι συμμετέχοντες στη ζώνη ευρώ δεσμεύονται να μειώσουν το συνολικό δημόσιο χρέος στο 60% του ΑΕγχΠ ή και κάτω από το όριο αυτό.

Ομοίως, ο βαθμός στον οποίο οι μεταβολές των επιτοκίων επηρεάζουν την πραγματική οικονομία – επενδύσεις, ανάπτυξη, απασχόληση, κλπ. – παραμένει ασαφής. Σε γενικές γραμμές, η άνοδος των επιτοκίων έχει αρνητικές επιπτώσεις στο μελλοντικό ΑΕγχΠ. Αντίστοιχα, η πτώση των επιτοκίων έχει θετικές επιπτώσεις. Εντούτοις, οι συνολικές επιπτώσεις εξαρτώνται από τη διάρθρωση της συγκεκριμένης οικονομίας και τις συνιστώσες της ζήτησης σε αυτή. Η πρόσφατη εμπειρία της Ιαπωνίας δείχνει ότι τα πολύ χαμηλά επιτόκια απ' εαυτά δεν επαρκούν για την αναθέρμανση μιας οικονομίας που παρουσιάζει υστέρηση.

Η εμπειρία στη ζώνη ευρώ

Τα ονομαστικά επιτόκια στις χώρες της ζώνης ευρώ μειώνονται σταθερά από το 1994 και από τα μέσα του 1999 βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Το γεγονός αυτό επέτρεψε σε χώρες όπως η Ιταλία να περικόψουν δραστικά το κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Εντούτοις, δεν συνέβη το ίδιο με τα πραγματικά επιτόκια, τα οποία κατά τους πρώτους μήνες του 1999 ήταν ίσως υψηλότερα από τα ονομαστικά.

Η νομισματική πολιτική της ζώνης ευρώ άρχισε να εφαρμόζεται στις 3 Δεκεμβρίου 1998, όταν οι κεντρικές τράπεζες των συμμετεχουσών χωρών προέβησαν συντονισμένα σε μείωση των βασικών επιτοκίων δανεισμού στο 3%. Όταν το ΕΣΚΤ ανέλαβε επίσημα την ευθύνη, το επιτόκιο αυτό επιβεβαιώθηκε "για το προβλεπτό μέλλον". Εντούτοις, κατά τους πρώτους μήνες του 1999, η σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης και τα σταθερά υψηλά ποσοστά της ανεργίας προκάλεσαν αύξηση των πολιτικών πιέσεων για μείωση των επιτοκίων. Πράγματι, στις αρχές Απριλίου του βασικό επιτόκιο μειώθηκε στο 2,5%. Μολονότι το νομισματικό μέγεθος M3 είχε υπερβεί το στοχοθετημένο ποσοστό, οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν ιδιαίτερα χαμηλές. Ωστόσο, κατά το χρόνο εκείνο ο πρόεδρος της ΕΚΤ Wim Duisenberg κατέστησε σαφές ότι "αυτό είναι!"

Με την πάροδο του χρόνου, η προσοχή στράφηκε στην *εξωτερική* αξία του €. Στις αρχές του καλοκαιριού, η αξία του ήταν ίση με αυτή του \$, γεγονός που χαρακτηρίστηκε ευρέως ως "αδυναμία" του €. Ωστόσο, τον Ιούλιο το € άρχισε να ανακάμπτει και εμφανίσθηκαν οι πρώτες ενδείξεις υψηλότερης οικονομικής ανάπτυξης. Μεταξύ του Ιουλίου και του Σεπτεμβρίου, το νομισματικό μέγεθος M3 πλησίασε το 6%, γεγονός που ώθησε την ΕΚΤ να κάνει λόγο για "προκατάληψη αυστηρότητας" στη νομισματική πολιτική. Στις 4 Νοεμβρίου το βασικό επιτόκιο ανήλθε πάλι στο 3%.

Τα μέχρι τώρα στοιχεία δείχνουν ότι το ΕΣΚΤ έχει εκτελέσει πλήρως την εντολή του. Ο τρέχων πληθωρισμός βρίσκεται αρκετά κάτω του ποσοστού 2% που αναφέρεται στον ορισμό της έννοιας της "σταθερότητας των τιμών". Ακόμη σημαντικότερο είναι το γεγονός ότι οι προβλέψεις για την πορεία του πληθωρισμού, όπως φαίνεται από τις αποδόσεις των ομολογιών, παραπέμπουν σε χαμηλά μεγέθη, ενώ η οικονομική ανάπτυξη αυξάνεται και η ανεργία μειώνεται.

Εντούτοις, παραμένουν κάποια ερωτηματικά σχετικά με τη χρησιμότητα του επιπέδου αναφοράς 4,5% του νομισματικού μεγέθους M3, το βαθμό ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών (υφίστανται ακόμη διαφορές στις αποδόσεις των εθνικών ομολογιών αναφοράς) και την πολιτική σχετικά με την εξωτερικά αξία του €.

Συμπεράσματα

Η ολοκλήρωση των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών αυξάνει την πίεση που ασκούν εξωτερικοί παράγοντες κατά τον καθορισμό των εγχώριων νομισματικών πολιτικών. Επιπλέον, παρά τις διαφορές που υφίστανται μεταξύ των σημαντικότερων κεντρικών τραπεζών του κόσμου όσον αφορά λεπτομέρειες της άσκησης της νομισματικής πολιτικής, υπάρχει ευρεία συμφωνία επί των βασικών αρχών: επιδίωξη σταθερότητας των τιμών και σταθερότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η εν λόγω συμφωνία έχει ως αποτέλεσμα τη σύμπτωση, αν όχι το συντονισμό, στις μεταβολές των επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών.

Για τους ίδιους λόγους, τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια είναι πιθανό να συγκλίνουν προς ένα διεθνή στόχο, το ύψος του οποίου θα καθορισθεί από τη σύνθετη αλληλεπίδραση νομισματικών και πραγματικών παραγόντων, ιδιαίτερα δε από το ρυθμό της τεχνολογικής προόδου.

The Determination of Interest Rates

SUMMARY AND CONCLUSIONS

The charging of interest for lending money has not always been an acceptable practice. “Usury” is specifically condemned in both the Bible and in Shari’ah law, and modern Islamic banks operate only on the basis of profit.

In modern financial markets, however, the distinctions between interest, rent, profit and capital appreciation are not clear-cut. The current hotly-debated proposal on the taxation of interest within the EU has illustrated the difficulty of reaching legally precise definitions.

In economic theory, interest is the price paid for inducing those with money to save it rather than spend it, and to invest in long-term assets rather than hold cash. Rates reflect the interaction between the supply of savings and the demand for capital; or between the demand for and the supply of money.

Rates of interest can be expressed as a percentage payable (a “coupon”), usually *per annum*; or as the present “discounted” value of a sum payable at some future date (the date of “maturity”). There is an inverse relationship between the prevailing rate of interest at any one time, and the discounted value at that time of assets paying interest: i.e. bond prices fall when yields increase.

An important distinction must be made between “nominal” and “real” interest rates. A real rate of interest is the nominal – i.e. “coupon” – rate, *less* the rate at which money is losing its value. Calculating real rates, however, presents methodological problems, since there are significantly different ways of calculating rates of inflation.

Inflationary expectations, however, are one of the most important determinants of interest rates. Broadly, savers demand a real return from their investments. Changes in the forecasts of future inflation are therefore reflected in the current prices of assets. The effect on bonds of varying maturity, for example, can be charted as shifts in the “yield curve”.

Rates of interest also reflect *varying degrees of risk*. A body with a rock-solid credit-rating, like the European Investment Bank, will be able to attract savings at a very much lower rates of interest than corporate issuers of “junk bonds”. Countries with high levels of existing debt may have to pay higher rates on government borrowing than countries where the risk of default is less. Indeed, the guarantee that “sovereign debt” will be repaid on maturity has frequently allowed governments to borrow at *negative* real rates of interest.

Within any economy there will therefore be a multiplicity of interest rates, reflecting varying expectations and risks. The markets for different assets – physical and financial – will influence each other as savers shift their portfolios between cash, interest-bearing securities, equity in firms, complex derivatives, real estate, antiques, etc. Financial institutions and large corporations will behave differently from small savers and small businesses.

Short-term Rates

Money market levels of “overnight” (up to a week) and “short-term” (up to a year) interest rates are heavily influenced by the rates set by Central Banks. In the case of the euro area, the European System of Central Banks (ESCB) can use its power as the monopoly supplier of cash to set a “floor” and a “ceiling” to overnight and short rates (the Deposit Rate and the Marginal Lending Rate), as well as setting a benchmark central rate (the Marginal Refinancing Rate or “repo” rate).

Central Banks with the primary remit of price stability – like the European Central Bank (ECB) itself – will set short-term rates so as to prevent future inflation. Higher current rates should encourage people to save rather than spend, and businesses to defer capital spending. “Neutral” rates will be just high enough to fend off future inflation, but not so high as to choke off economic growth and raise unemployment.

There are a number of problems in implementing this theoretical model, however.

- Political support for the price-stability objective is not guaranteed. An alternative objective, for example, might be the maintenance of full employment, with interest rates being kept low to boost investment. Or nominal rates might only be changed to maintain real rates at some agreed level.
- It is difficult, if not impossible, to determine what “neutral” rates might be at any one time. Estimating inflationary risk is a matter of judgement, based on data of varying accuracy. The ECB operates a “twin pillar” approach, based on a 4.5% reference level for the annualised growth rate in the monetary aggregate M3; and a “broadly based assessment of the outlook for price developments”, based on a range of other indicators: bond yields, consumer credit, the exchange rate, etc.
- There is uncertainty about the transmission mechanisms through which Central Bank interest rates feed through into market rates. Variations between different national economies and regions occur as a result of differences in the sources of corporate finance, the level and structure of corporate and household debt, and the degree of competition in the financial services industry. Little can be adduced from past experience, since financial systems are currently in a state of flux as a result of monetary union itself (the Lucas critique).
- National economies are increasingly open to the influence of international financial markets. Short-term capital can move rapidly between currency areas in search of higher returns, disrupting the operation of domestic monetary policy. This can lead to conflicts of the kind which faced the UK in September 1992, when higher interest rates were required to avoid a Sterling depreciation – and to keep it within the European Monetary System’s Exchange Rate Mechanism – but lower rates to avoid a recession. The comparatively low proportion of euro area GDP which is traded, by comparison with the individual Member States’ currency areas, has reduced, but not eliminated, such vulnerability.

Long-term Rates

The existence of global financial markets ensures that *real* long-term interest rates tend to move together in different economies. *Nominal* long-term rates, however, reflect inflationary expectations in the separate economies, which in turn reflect the credibility of domestic monetary policy. Linked to inflationary expectations are exchange-rate expectations; but exchange-rate movements can also take place for reasons unconnected to inflation differentials. Economic theory in this area has a bad record of prediction.

The effect of short-term interest rate changes on long-term rates is not, therefore, straightforward. A rise in short-term rates can lead to, or be contemporary with, a rise in long rates; but also to a fall if the markets are convinced that future inflation has been prevented.

National fiscal policies have also played a major part in determining long-term interest rates. Where budget deficits and/or the total level of government debt have been high, the need to

borrow for current spending and to re-finance maturing debt has forced up long-term rates. The road of “monetisation” – i.e. printing money to meet current budget deficits, allowing inflation to erode the real value of existing debt – has led to borrowing at ever-higher rates of interest, and ever-shorter maturities, with default at the end. For this reason the provisions of the Maastricht Treaty, supplemented by the Stability and Growth Pact, require balanced budgets over the economic cycle, and entirely prohibit monetisation, privileged access to savings or the “bail-out” of defaulting public bodies. All euro area participants are committed to reducing the total level of public debt to 60% of GDP or below.

The extent to which changes in interest rate levels affect the real economy – investment, growth, employment, etc. – is likewise not clear-cut. A rise in rates, in general, has a negative effect on future GDP, and a fall in rates a positive one. But the effects in detail depend on the structure of a particular economy, and the components of demand within it. Recent Japanese experience shows that very low rates of interest, on their own, are not enough to revive a lagging economy.

Experience in the euro area

Nominal interest rates in the countries of the euro area have been falling steadily since 1994, and in mid-1999 stood at historically low levels. This has enabled countries like Italy to cut dramatically the cost of servicing public debt. It has not, on the other hand, necessarily been the case with real interest rates which, in Germany during early 1999, were probably higher than nominal.

Euro area monetary policy effectively began on 3 December 1998, when there was a co-ordinated reduction of key lending rates to 3% by the central banks of the participating countries. When the ESCB officially became responsible, this rate was confirmed “for the foreseeable future”. In the early months of 1999, however, a sizeable slowdown in economic growth, and persistently high levels of unemployment, led to growing political pressure for an interest rate reduction. At the beginning of April the key rate was indeed cut to 2.5%. Although M3 was growing at above target rate, inflationary pressures remained very low; but ECB President Wim Duisenberg made it clear at the time that “this is it!”

As the year progressed attention began to shift to the *external* value of €. By early summer, it looked like falling to parity with the \$, and the € was widely described as “weak”. But in July the exchange rate began to recover, and signs of higher economic growth appeared. Between July and September M3 also grew at nearly 6%, causing the ECB to talk of a “tightening bias” in monetary policy. On 4 November the key interest rate rose again to 3%.

The evidence so far is that the ECSB has entirely carried out its mandate. Current inflation is well below the 2% “price stability” definition. More important, inflationary expectations, as indicated by bond yields, also remain low, while economic growth is picking up, and unemployment is falling.

There remain, however, some question marks over the utility of the 4.5% M3 reference level; over the degree to which financial markets have yet integrated (there are still differences in national benchmark bond yields); and over policy towards the €’s external value.

Conclusions

The integration of the world’s financial markets is increasing the pressure of external factors in the determination of domestic monetary policies. In addition, though the approaches of the

world's major central banks towards the conduct of monetary policy differ in detail, there is broad agreement on fundamentals: the pursuit of price stability and the stability of financial markets. This is leading to the co-occurrence, of not the co-ordination, of central-bank-determined interest rate changes.

For the same reasons, real long-term interest rates are likely to converge on an international norm, the level of which will be determined by a complex interaction of both monetary and real factors, and in particular by the pace of technological advance.

La fijación de los tipos de interés

RESUMEN Y CONCLUSIONES

La imposición de intereses por el préstamo de dinero no ha sido siempre una práctica aceptable. Tanto la Biblia como la Sharia condenan específicamente la "usura" y los bancos islámicos modernos operan sólo a partir de beneficios.

Sin embargo, en los mercados financieros modernos no están claramente definidas las diferencias entre interés, renta, beneficio y aumento del capital. El acalorado debate que se está llevando a cabo actualmente sobre la propuesta de fiscalización de los intereses en la UE ha puesto de manifiesto la dificultad de conseguir definiciones precisas jurídicamente.

En la teoría económica, el interés es el precio que se paga por inducir a aquellos que tienen dinero a ahorrarlo en lugar de gastarlo, y a invertirlo en activos a largo plazo en lugar de mantenerlo en metálico. Los tipos reflejan la interacción entre la provisión de ahorros y la demanda de capital; o entre la demanda y el suministro de dinero.

Los tipos de interés pueden expresarse como un porcentaje abonable (un "coupon") por lo general anualmente; o como el valor actual "descontado" de una suma abonable en una fecha futura (la fecha de "vencimiento"). La relación es inversa entre el tipo actual de interés en un momento determinado, y el valor descontado en el momento en que se abona el interés por los activos; por ejemplo, los precios de las obligaciones caen, cuando los rendimientos aumentan.

Es necesario hacer una distinción importante entre los tipos de interés "nominales" y "reales". Un tipo de interés real es el tipo nominal, es decir, el "coupon", *menos* el valor que pierde el dinero. Sin embargo, el cálculo de los tipos reales presenta problemas metodológicos, ya que hay formas muy distintas de calcular las tasas de inflación.

No obstante, *las expectativas inflacionarias* son uno de los factores determinantes más importantes de los tipos de interés. En general, los ahorradores demandan beneficios reales por sus inversiones. Por ello los cambios en las previsiones de la futura inflación se reflejan en los precios actuales de los activos. El efecto en las obligaciones de vencimiento variable, por ejemplo, puede registrarse gráficamente como cambios de dirección en la "curva de beneficios".

Los tipos de interés también reflejan *distintos grados de riesgo*. Un organismo con un grado de solvencia muy sólido, como el Banco Europeo de Inversiones, podrá atraer ahorros a tipos de interés mucho más bajos que emisores privados de "bonos basura". Los países con niveles altos de deuda pueden tener que pagar intereses más altos por préstamos gubernamentales que los países cuyo riesgo de incumplimiento sea menor. Es cierto que la garantía de la "deuda garantizada por el Estado" se devolverá en la fecha de vencimiento ha permitido con frecuencia a los Gobiernos conseguir préstamos a tipos *negativos* de interés real.

Por ello, en cualquier economía existe una multiplicidad de tipos de interés que refleja distintas expectativas y riesgos. Los mercados de distintos activos, físicos y financieros, se influirán mutuamente según los ahorradores modifiquen sus inversiones de dinero líquido, títulos que devengan intereses, participación en empresas, derivados complejos, propiedades inmobiliarias, antigüedades, etc. Las instituciones financieras y las grandes sociedades se comportarán de otra forma que los pequeños ahorradores y las pequeñas empresas.

Tipos a corto plazo

Los niveles del mercado monetario de tipos de interés "al día" (hasta una semana) y "a corto plazo" (hasta un año) están muy influidos por los tipos fijados por los bancos centrales. En el caso de la zona del euro, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) puede usar su poder como abastecedor único de liquidez para fijar un "límite mínimo" y un "límite máximo" para los intereses al día y a corto plazo (el tipo de interés de los depósitos y el tipo de interés marginal sobre los préstamos), y fijar un tipo central de referencia (el tipo marginal de refinanciación o tipo "repo").

Los bancos centrales con la tarea prioritaria de conseguir la estabilidad de los precios, como el propio Banco Central Europeo (BCE) fijará tipos a corto plazo para prevenir la inflación en el futuro. Los altos tipos actuales deberían animar a la gente a ahorrar en lugar de a gastar, y a las empresas a posponer el gasto de capital. Los tipos "neutrales" serán justo lo suficientemente altos para evitar la inflación en el futuro, pero no tan altos como para que puedan asfixiar el crecimiento económico y hacer que aumente el desempleo.

Sin embargo, la realización de este modelo teórico plantea una serie de problemas.

- No está garantizado el apoyo político al objetivo de la estabilidad de los precios. Un objetivo alternativo podría ser, por ejemplo, el mantenimiento del pleno empleo, manteniendo bajos los tipos de interés para fomentar la inversión. O bien los tipos nominales podrían modificarse para mantener los tipos reales a un nivel acordado.
- Resulta difícil, sino imposible, determinar qué tipos "neutrales" habrá en un momento dado. El riesgo calculado de inflación es cuestión de opiniones, a partir de datos de distinta exactitud. El BCE opera desde una perspectiva de "pilar gemelo", basado en un nivel de referencia del 4,5% para el tipo de interés anual en el total monetario M3; y una "evaluación general de la perspectiva del desarrollo de los precios", basada en una serie de otros indicadores, como son las tasas de rendimiento de bonos, créditos al consumo, el tipo de cambio, etc.
- No se tiene certeza sobre los mecanismos de transmisión a través de los cuales los tipos de interés del Banco Central influyen en los tipos del mercado. Las variaciones entre las distintas economías nacionales y las regiones se producen como resultado de las diferencias en los orígenes de la financiación de las empresas, el nivel y la estructura de la deuda de las empresas y las familias y el grado de competencia en el sector de los servicios financieros. Apenas se puede dar referencia a experiencias pasadas, ya que los sistemas financieros se encuentran actualmente en un estado de cambio continuo como resultado de la propia unión monetaria (crítica de Lucas).
- Las economías nacionales cada vez están más abiertas a la influencia de los mercados financieros internacionales. El capital a corto plazo puede moverse rápidamente entre áreas monetarias a la busca de mayores beneficios, impidiendo la realización de la política monetaria nacional. Esto puede originar conflictos del tipo que tuvo que afrontar el Reino Unido en septiembre de 1992, cuando fueron necesarios mayores tipos de interés para evitar la depreciación de la libra y para mantenerla dentro del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, al tiempo que era necesario bajar los tipos de interés para evitar la recesión. La comparativamente escasa proporción de PIB que se comercia en la zona del euro, en comparación con las áreas monetarias de los distintos Estados miembros ha reducido, pero no eliminado, dicha vulnerabilidad.

Intereses a largo plazo

La existencia de mercados financieros globales garantiza que los tipos de interés *reales* a largo plazo tiendan a cambiar juntos en distintas economías, sin embargo, los tipos de interés *nominales* a largo plazo reflejan expectativas inflacionarias en las economías por separado que a su vez reflejan la credibilidad de la política monetaria nacional. Las expectativas de tipos de cambio están vinculadas a las expectativas de inflación; pero los movimientos de los tipos de cambio pueden también ocurrir por motivos ajenos a los diferenciales de inflación. La teoría económica en este ámbito cuenta con un acervo de malas predicciones.

En consecuencia, el efecto de los cambios de interés de los tipos de interés a corto plazo sobre los tipos de interés a largo plazo no es evidente. El aumento de los tipos a corto plazo puede originar el aumento de los tipos a largo plazo, o producirse simultáneamente; pero también puede originar la caída de los tipos de interés a largo plazo si los mercados están convencidos de que es necesario prevenir la inflación futura.

Las políticas fiscales nacionales también han desempeñado una función importante en la fijación de los tipos de interés a largo plazo. Cuando los déficits presupuestarios y/o el nivel total de la deuda del Estado ha sido elevado, la necesidad de recurrir a préstamos para proceder a pagos actuales y refinanciar el vencimiento de la deuda ha originado forzosamente tipos de interés a largo plazo. La vía de la "monetización", es decir, imprimir dinero para afrontar los déficits actuales presupuestarios, permitiendo así que la inflación erosione el valor real de la deuda, ha hecho que se tomen préstamos a intereses cada vez mayores, y con plazos cada vez más cortos, y que al final se desemboque en el incumplimiento. Por esta razón, las disposiciones del Tratado de Maastricht complementadas por el Pacto de Crecimiento y Estabilidad, precisan presupuestos equilibrados a través del ciclo económico y prohíben enteramente la monetización, el acceso privilegiado a los ahorros o tener que "sacar de apuros" a organismos públicos deficitarios. Todos los participantes en la zona del euro se han comprometido a reducir el nivel total de la deuda pública hasta el 60% del PIB o un porcentaje inferior.

El grado en que los cambios de los niveles de los tipos de interés afectan a la economía real, las inversiones, el crecimiento, el empleo, etc., tampoco es evidente. El aumento de los tipos tiene, en general, un efecto negativo en el futuro PIB y la caída de los tipos tiene un efecto positivo. Pero los efectos concretos dependen de la estructura de una economía particular y de los componentes de la demanda en el seno de dicha economía. La reciente experiencia a este respecto en el Japón demuestra que los tipos de interés por muy bajos, por sí mismos, no son suficientes para revitalizar una economía que se haya quedado rezagada.

La experiencia en la zona del euro

Los tipos de interés nominales en los países de la zona del euro han ido cayendo en picado desde 1994 y a mediados de 1999 se encontraban a niveles mínimos históricos. Ello ha facilitado que países como Italia redujeran drásticamente el mantenimiento de la deuda pública. Por otra parte, ese no ha sido necesariamente el caso por lo que se refiere a los tipos de interés reales que en Alemania a primeros de 1999 eran más elevados que los tipos de interés nominal.

La política monetaria de la zona del euro comenzó de hecho el 3 de diciembre de 1998, cuando los bancos centrales y los países participantes procedieron a la reducción coordinada de tasas fundamentales de interés sobre los préstamos, hasta el 3%. Cuando el SEBC asumió sus funciones, este tipo de interés se confirmó "para un futuro previsible".

Sin embargo, en los primeros meses de 1999 una considerable ralentización del crecimiento económico y continuados altos niveles de desempleo hicieron que aumentar la presión política para reducir el tipo de interés. A primeros de abril, el tipo principal se redujo al 2,5%. Pese a que el M3 estaba creciendo a una velocidad superior a la tasa señalada como meta, la presión inflacionaria siguió siendo muy baja. Pero el Presidente del BCE Wim Duisenberg, dejó en aquel momento bien claro que "esto es lo que hay".

En el transcurso del año la tensión cambió para centrarse en el valor *exterior* del €. A principios de verano pareció que su valor caía hasta llegar a la paridad con el \$, y en general se calificó al € de "débil". Pero en julio el tipo de cambio empezó a recuperarse y aparecieron indicios de mayor crecimiento económico. Entre julio y septiembre, el M3 también creció a casi 6%, obligando al BCE a hablar de una "tendencia al ajuste" en política monetaria. El 4 de noviembre el tipo de interés principal aumentó al 3%.

Hasta ahora parece que el SEBC ha llevado a cabo su mandato en su totalidad. La inflación actual está muy por debajo de la definición de la "estabilidad de los precios" del 2%. Más importante aún es que las expectativas inflacionarias, como indican las tasas de rendimiento de bonos, también siguen siendo bajas, mientras el crecimiento económico se recupera y el desempleo disminuye.

No obstante, quedan algunos interrogantes sobre la utilidad del nivel de referencia del M3 del 4,5%; sobre el grado de integración de los mercados financieros (todavía existen diferencias entre las tasas de referencia de rendimiento de bonos), y sobre la política con respecto al valor externo del €.

Conclusiones

La integración de los mercados financieros internacionales está incrementando la presión de los factores exteriores en cuanto a la determinación de las políticas monetarias nacionales. Además, aunque el enfoque de los principales bancos internacionales, con respecto a la conducta de la política monetaria, difiere en detalle, existe un amplio acuerdo sobre los puntos fundamentales: conseguir la estabilidad de los precios y la estabilidad de los mercados financieros. Ello está originando la coincidencia, sino la coordinación, de los cambios de los tipos de interés fijados por los bancos centrales.

Por las mismas razones, los tipos de interés a largo plazo podrían converger en una norma internacional, cuyo nivel está determinado por una interacción compleja tanto de factores monetarios como reales, en particular por el ritmo del progreso tecnológico.

Korkokantojen määräytyminen

YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Korkojen periminen rahan lainaamisesta ei ole aina ollut hyväksyttävä käytäntö. Koronkiskonta on tuomittu erityisesti sekä raamatussa että sharian laissa, ja nykyaikaiset islamilaiset pankit toimivat vain voittoperiaatteella.

Nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla koron, tuoton, voiton ja pääoman arvonkorotuksen erot eivät kuitenkaan ole selvät. Tuore kiistelty ehdotus korkojen verotuksesta EU:ssa on osoittanut vaikeuden päästä juridisesti täsmällisiin määritelmiin.

Talusteoriassa korko on hinta, joka maksetaan siitä, että ne, joilla on rahaa houkutellaan säästämään raha sen käyttämisen asemesta ja investoimaan pitkäaikaisiin sijoituksiin rahan käteisenä säilyttämisen asemesta. Korot heijastavat säästämistarjonnan ja pääomankysynnän tai rahan tarjonnan ja kysynnän vuorovaikutusta.

Korkokannat voidaan ilmaista yleensä vuosittain maksettavana prosenttina (nimelliskorko tai kuponkikorko) tai tietynä päivänä (maturiteettina) maksettavan summan nykyhetken diskontattuna arvona. Tietyllä hetkellä vallitsevan koron ja korkoa tuottavien sijoitusten tuohon hetkeen diskontatun arvon välillä on käänteinen suhde, eli joukkovelkakirjahinnat laskevat kun korkotuotot nousevat.

On tärkeää erottaa nimellis- ja reaalikorkokannat toisistaan. Todellinen korkokanta on nimelliskorko eli kuponkikorko inflaatiovauhdilla vähennettynä. Reaalikorkojen laskemisessa tulee kuitenkin esille metodologisia ongelmia, koska inflaatioasteiden laskemiseen on huomattavan erilaisia tapoja.

Inflaatio-odotukset ovat kuitenkin yksi tärkeimmistä korkokantojen määrittäjistä. Yleisesti ottaen säästäjät vaativat todellista tuottoa investoinneilleen. Tulevaa inflaatiota koskevien ennusteiden muutokset heijastuvat tämän vuoksi sijoitusten senhetkiseen arvostukseen. Tämän vaikutusta eri maturiteetin omaaviin joukkovelkakirjoihin voidaan kuvata esimerkiksi tuottokäyrän vaihteluihin.

Korkokannat heijastavat myös *vaihtelevia riskiasteita*. Elin, jolla on erittäin vakaa luottokelpoisuusluokitus, kuten Euroopan investointipankki, vetää puoleensa säästöjä hyvin paljon alhaisemmilla korkokannoilla kuin vakuudettomia vaihtovelkakirjalainoja ("roskalainoja") liikkeelle laskevat yritykset. Jos jollakin maalla on runsaasti velkaa, sen on maksettava korkeampia korkoja hallituksen lainaamasta rahasta kuin maiden, joissa saatavan maksamatta jäämisen riski on pienempi. Itse asiassa takuu, että hallituksen ottama ulkomainen laina maksetaan takaisin maturiteettina, on usein mahdollistanut, että hallitukset lainaavat rahaa *negatiivisilla* reaalikoroilla.

Kaikissa kansantalouksissa on käytössä useita korkokantoja, jotka heijastavat vaihtelevia odotuksia ja riskejä. Erilaisten sijoitusten – aineellisten ja rahoituksellisten – markkinat vaikuttavat toisiinsa, kun säästäjät siirtelevät salkkujensa sisältöä käteisen, korkoa tuottavien arvopapereiden, yritysten osakkeiden, monimutkaisten johdannaisinstrumenttien, kiinteistöjen, antiikin jne. välillä. Rahoituslaitokset ja suuret yritykset käyttäytyvät toisin kuin piensäästäjät ja pienyritykset.

Lyhytaikaiset korot

Keskuspankkien asettamat korot vaikuttavat erittäin paljon yli yön -korkojen (viikkoon asti) ja lyhytaikaisten korkojen (vuoteen asti) markkinatasoihin. Euroalueen tapauksessa Euroopan

keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) voi käyttää käteisen rahan monopolitarjoajan valtaansa ja asettaa ala- ja ylärajat yli yön -koroille ja lyhytaikaisille koroille (talletuskorko ja maksuvalmiusluoton korko) sekä asettaa keskeisen ohjauskoron (repokorko).

Keskuspankit, joiden ensisijaisena tehtävänä on hintavakauden ylläpito – kuten Euroopan keskuspankilla (EKP) itsellään –, asettavat lyhytaikaiset korot tulevan inflaation estämiseksi. Korkeampien päiväkorkojen pitäisi kannustaa ihmisiä pikemminkin säästämään kuin tuhlaamaan ja liikeyrityksiä lykkäämään pääoman käyttöä. Neutraalit korot ovat juuri tarpeeksi korkeat torjumaan tulevaa inflaatiota, mutta eivät niin korkeat, että ne tyrehdyttäisivät talouskasvua ja lisäisivät työttömyyttä.

Tämän teoreettisen mallin toteuttamisessa on kuitenkin monia ongelmia.

- Poliittinen tuki hintojen vakautta koskevalle tavoitteelle ei ole taattu. Vaihtoehtoinen tavoite voisi olla esimerkiksi tästyöllisyyden ylläpito pitämällä korkokannat matalalla investointien kiihdyttämiseksi. Nimelliskorkoja ehkä muutetaan vain reaalkorkojen pitämiseksi jollakin sovitulla tasolla.
- On vaikeaa ellei mahdotonta määritellä mitä neutraalit korot saattavat olla tietyssä ajankohtana. Inflaatoriskin arvioiminen on harkintakysymys ja perustuu vaihtelevan täsmälliseen tietoon. EKP käyttää ns. kahden pilarin lähestymistapaa, joka perustuu raha-aggregaatti M3:n vuosittaisen kasvuvauhdin 4,5 prosentin viitearvoon ja tulevan hintakehityksen laajaan arviointiin, joka puolestaan perustuu muihin indikaattoreihin eli joukkovelkakirjalainojen korkoihin, kulutusluottoihin, valuuttakursseihin jne.
- Ei ole selvää, miten keskuspankin korkokannat muunnetaan markkinakoroiksi. Eri kansantalouksilla ja alueilla on eroja, jotka johtuvat yritysrahoituksen lähteiden eroista, yritysten ja kotitalouksien velkaantumisasteesta ja rakenteesta sekä rahoituspalvelusektorin kilpailuolosuhteista. Menneistä kokemuksista voidaan hyödyntää tuskin mitään, koska rahoitusjärjestelmät ovat tällä hetkellä jatkuvassa muutostilassa rahaliitosta itsestään johtuen (Lucas-kritiikki).
- Kansantaloudet ovat yhä avoimempia kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden vaikutuksille. Lyhytaikainen pääoma voi liikkua nopeasti valuutta-alueiden välillä etsimässä korkeampia tuottoja sekoittaen maan sisäisen rahapolitiikan toimintaa. Tämä saattaa johtaa sellaisiin ristiriitoihin, joita Yhdistynyt kuningaskunta kohtasi syyskuussa 1992, kun vaadittiin korkeampia korkokantoja punnan arvonalennuksen välttämiseksi – ja sen pitämiseksi Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssimekanismeissa – mutta alempia korkoja laskusuhdanteen välttämiseksi. Se, että kaupankäynnin kohteena on euroalueella yksittäisiin jäsenvaltioihin verrattuna suhteellisen pieni osuus BKT:stä, on vähentänyt, mutta ei poistanut tätä haavoittuvuutta.

Pitkäaikaiset korot

Globaalien rahoitusmarkkinoiden olemassaolo varmistaa, että eri kansantalouksien pitkällä *reaalikoroilla* on taipumus liikkua samaan suuntaan. Pitkät *nimelliskorot* heijastavat kuitenkin erillisten kansantalouksien inflaatio-odotuksia, mikä vuorostaan heijastaa maan sisäisen rahapolitiikan uskottavuutta. Inflaatio-odotuksiin liittyy valuuttakurssiodotuksia, mutta valuuttakurssiliikahduksia voi tapahtua myös syistä, jotka eivät liity inflaatioeroihin. Tämän alan talousteoria ei ole onnistunut ennustuksissaan.

Lyhyiden korkokantojen muutosten vaikutus pitkiin korkoihin ei näin ollen ole mutkaton. Lyhyiden korkojen nousu voi johtaa pitkien nousuun tai tapahtua samanaikaisesti. Lyhyiden

korkojen nousu voi johtaa myös pitkien laskuun, jos markkinat ovat vakuuttuneita, että tuleva inflaatio on vältetty.

Kansallisilla veropolitiikoilla on myös ollut tärkeä rooli pitkien korkokantojen määrittelyssä. Kun budjettialijäämät ja/tai julkisen talouden lainan kokonaismäärä ovat olleet korkeat, tarve lainata senhetkistä käyttöä ja erääntyvän lainan jälleenrahoittamista varten on pakottanut pitkät korot korkealle. Setelirahoituksen tie – eli rahan painaminen senhetkisten budjettialijäämien voittamiseksi, jolloin inflaation sallitaan syödä velan todellista arvoa – on johtanut lainanottoon yhä korkeammilla koroilla ja yhä lyhyemmillä maturiteeteilla, joista ei lopussa pystytä pitämään kiinni. Tästä syystä Maastrichtin sopimuksen määräykset, joita vakaus- ja kasvusopimus täydentää, edellyttävät tasapainotettuja budjetteja taloussyklissä ja kieltävät kokonaan setelirahoituksen, valtion lainanoton eri rahoituslaitoksilta tai maksukyvyttömiä julkisten elinten pelastamisen. Kaikki euroalueen osallistujat ovat sitoutuneet vähentämään julkisen velan kokonaissuhteen 60 prosenttiin tai sen alle BKT:sta.

Laajuus, jolla korkokantojen tason vaihtelu vaikuttaa todelliseen talouteen – investointeihin, kasvuun, työllisyyteen jne. – ei myöskään ole päivän selvä. Korkojen nousulla on yleensä negatiivinen vaikutus tulevaan BKT:hen ja laskulla positiivinen. Yksityiskohtaiset vaikutukset ovat riippuvaisia yksittäisen talouden rakenteesta ja sen kysyntätekijöistä. Japanin äskettäinen kokemus osoittaa, että hyvin alhaiset korkokannat eivät pelkästään ole riittäviä taantuvan talouden elvyttämiseen.

Kokemus euroalueella

Euroalueen maiden nimelliskorkokannat ovat laskeneet säännöllisesti vuodesta 1994 lähtien, ja vuoden 1999 keskivaiheilla ne olivat historiallisen alhaisella tasolla. Tämä on antanut Italian kaltaisille maille mahdollisuuden leikata dramaattisesti julkisen velan hoitokustannuksia. Toisaalta näin ei ole välttämättä tapahtunut reaalikoroille, jotka olivat Saksassa vuoden 1999 alussa luultavasti korkeammat kuin nimelliskorot.

Euroalueen rahapolitiikka alkoi käytännössä 3. joulukuuta 1998, kun osallistujamaiden keskuspankit laskivat perusrahoitusoperaation korkoa koordinoitusti kolmeen prosenttiin. Kun EKPJ tuli viralliseen vastuuseen, tämä korko vahvistettiin "lähitulevaisuuteen" asti. Vuoden 1999 alkupuolella talouskasvun huomattava hidastuminen ja pysyvä korkea työttömyys johtivat kasvavaan poliittiseen paineeseen laskea korkotasoa. Huhtikuun alussa perusrahoitusoperaation korkoa leikattiin todellakin 2,5 prosenttiin. Vaikka M3 oli kasvamassa tavoitekorkotason yli, inflaatiopaineet säilyivät hyvin alhaalla, mutta EKP:n pääjohtaja Wim Duisenberg teki tällöin selväksi, että näin toimitaan.

Vuoden edetessä alettiin kiinnittää huomiota euron *ulkoiseen* arvoon. Alkukesästä näytti siltä, että se lähenisi pariteettia dollarin kanssa, ja euroa kuvailtiin laajasti heikoksi. Heinäkuussa valuuttakurssit alkoivat nousta, ja saatiin merkkejä suuremmasta talouskasvusta. Heinäkuun ja syyskuun välisenä aikana M3 kasvoi melkein kuuteen prosenttiin, mikä aiheutti, että EKP puhui rahapolitiikan kiristämistarpeesta. Perusrahoitusoperaation korko nousi kolmeen prosenttiin jälleen 4. marraskuuta.

Tähän mennessä on ilmeistä, että EKPJ on täysin suoriutunut tehtävästään. Tämänhetkinen inflaatio alittaa reilusti kahden prosentin hintavakauserittelyn. Mikä tärkeämpää, joukkovelkakirjatuotoissa ilmoitetut inflaatio-odotukset ovat myös matalalla samalla kun talouskasvu elpyy ja työttömyys laskee.

Joitakin kysymyksiä on kuitenkin vielä avoinna 4,5 prosentin M3-viitearvon käyttökelpoisuudesta, rahoitusmarkkinoiden tähän mennessä saavuttamasta

integraatioasteesta (kansallisten viitearvoina käytettävien joukkovelkakirjojen tuotoissa on vielä eroja) ja euron ulkoista arvoa koskevasta politiikasta.

Johtopäätökset

Maailman rahoitusmarkkinoiden integroituminen lisää ulkoisten tekijöiden painetta maan sisäisten rahapolitiikkojen määrittelyssä. Lisäksi vaikka maailman suurimpien keskuspankkien lähestymistavat rahapolitiikan hoidossa eroavat yksityiskohdissa, perusasioista, eli pyrkimyksestä hintojen ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen, ollaan laajasti yksimielisiä. Tämä johtaa keskuspankkien määrittelemien korkovaihtelujen samansuuntaisuuteen vaikka ei ehkä samanlaisuuteen.

Samoista syistä pitkäaikaiset reaalikorot todennäköisesti lähentyvät kansainvälistä yhteistä tasoa, joka määräytyy sekä rahapoliittisten että todellisten tekijöiden ja erityisesti teknisen kehityksen vauhdin monimutkaisena vuorovaikutuksena.

Détermination des taux d'intérêt

RÉSUMÉ ET CONCLUSIONS

Les prêts assortis d'intérêts n'ont pas toujours été une pratique autorisée. L'usure est explicitement condamnée par la Bible et la Shari'ah; quant aux banques islamiques modernes, elles opèrent uniquement sur la base du profit.

Sur les marchés financiers modernes, les distinctions entre intérêt, rente, profit et plus-value en capital ne sont pas clairement établies. La proposition d'imposition des intérêts, qui fait actuellement l'objet d'un vif débat au sein de l'Union européenne, souligne la difficulté de parvenir à des définitions précises sur le plan juridique.

Selon la théorie économique, les intérêts représentent la somme versée pour inciter ceux qui détiennent de l'argent à épargner plutôt qu'à consommer, à investir dans des actifs à long terme plutôt qu'à conserver des liquidités. Les taux reflètent l'interaction entre l'offre d'épargne et la demande de capitaux, ou entre la demande et l'offre de monnaie.

Les taux d'intérêt peuvent être exprimés sous la forme d'un pourcentage («coupon»), généralement *annuel*, ou comme la valeur «escomptée» d'une somme exigible à une date ultérieure prédéterminée («échéance»). Il existe une relation inverse entre le taux d'intérêt en vigueur à un moment donné et la valeur escomptée des actifs assortis d'intérêts à cette date: les cours des obligations chutent quand les rendements augmentent.

Il convient de faire une distinction importante entre taux d'intérêt «nominal» et «réel»: le taux réel est égal au taux nominal – «coupon» – *moins* le taux auquel la monnaie perd de sa valeur. Le calcul des taux réels pose toutefois quelques problèmes, dans la mesure où il existe des méthodes très différentes pour calculer les taux d'inflation.

Les *anticipations inflationnistes* sont l'un des principaux déterminants des taux d'intérêt. De manière générale, les épargnants exigent un retour réel sur leurs investissements. Par conséquent, les évolutions dans les prévisions de l'inflation future se répercutent au niveau du prix actuel des actifs. L'impact sur les obligations à diverses échéances, par exemple, se traduit par des mouvements de la «courbe des rendements».

Les taux d'intérêt reflètent également *divers degrés de risque*. Un établissement dont la solvabilité ne fait aucun doute, comme la Banque européenne d'investissement, sera en mesure d'attirer l'épargne à des taux d'intérêt beaucoup plus faibles que les sociétés émettrices d'obligations spéculatives («junk bonds»). Les pays à fort endettement auront à payer des taux d'intérêt plus élevés sur les emprunts publics que ceux qui présentent un moindre risque de défaut de paiement. La garantie que la «dette souveraine» serait remboursée à l'échéance a d'ailleurs souvent permis aux administrations publiques d'emprunter à des taux réels *négatifs*.

Dans une économie donnée, on observe toute une gamme de taux d'intérêt répondant à des anticipations et à des risques différents. Il s'établit un jeu d'interactions entre les marchés des actifs – physiques et financiers – au fur et à mesure que les épargnants modifient la composition de leurs portefeuilles: liquidités, titres portant intérêts, actions de société, produits dérivés complexes, immobilier, antiquités, etc. Les établissements financiers et les grandes sociétés n'auront pas le même comportement que les petits épargnants et les petites entreprises.

Taux à court terme

Les niveaux des taux d'intérêt «au jour le jour» (jusqu'à une semaine) et «à court terme»

(jusqu'à un an) des marchés monétaires sont nettement influencés par les taux fixés par les banques centrales. Dans le cas de la zone euro, le Système européen de banques centrales (SEBC) peut user de son monopole de création monétaire pour établir un «plancher» et un «plafond» des taux au jour le jour et des taux à court terme (le taux de rémunération des dépôts et le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal), ainsi que pour fixer un taux central de référence (le taux d'intérêt marginal d'opération de refinancement ou taux des prises en pension).

Les banques centrales dont l'objectif principal est la stabilité des prix – à l'instar de la Banque centrale européenne (BCE) – détermineront les taux à court terme de manière à prévenir les risques d'inflation dans le futur. Des taux plus élevés devraient encourager les ménages à épargner plutôt qu'à consommer, et inciter les entreprises à différer leurs dépenses d'investissement. Les taux «neutres» seront suffisamment élevés pour écarter les risques d'inflation, sans pour autant étouffer la croissance économique et favoriser le chômage.

La mise en œuvre de ce modèle théorique pose un certain nombre de problèmes.

- Le soutien politique de l'objectif de stabilité des prix n'est pas garanti. Le maintien du plein emploi, par exemple, peut constituer un autre objectif; les taux d'intérêt alors sont maintenus au niveau le plus bas possible pour encourager l'investissement. Il est aussi possible de modifier les taux nominaux uniquement pour maintenir les taux réels à un niveau prédéterminé.
- Il est difficile, voire impossible, de déterminer quelle sera la valeur des taux «neutres» à un moment donné. L'estimation des risques inflationnistes est une question d'appréciation reposant sur des données dont la précision est variable. La BCE met en œuvre une approche fondée sur «deux piliers»: une valeur de référence de 4,5 % pour le taux de croissance annualisé de l'agrégat monétaire M3; une évaluation des perspectives d'évolution des prix reposant sur une large gamme d'indicateurs: rendements obligataires, crédit à la consommation, taux de change, etc.
- Il existe une incertitude au sujet des mécanismes de transmission à travers lesquels les taux d'intérêt de la banque centrale sont répercutés sur les taux des marchés. Les écarts entre les économies nationales et les régions proviennent des différences entre les sources du financement des sociétés, le niveau et la structure de la dette des ménages et des sociétés, et le degré de concurrence dans le secteur des services financiers. Les fluctuations actuelles des systèmes financiers, consécutives à l'union monétaire elle-même, ne permettent guère de mettre en pratique les enseignements tirés des expériences passées (critique de Lucas).
- Les économies nationales sont de plus en plus sensibles à l'influence des marchés financiers internationaux. Les capitaux à court terme peuvent circuler rapidement entre les zones monétaires, en quête de rendements supérieurs, perturbant le fonctionnement de la politique monétaire intérieure. Il peut en résulter des situations conflictuelles, comme celle à laquelle fut confronté le Royaume-Uni en septembre 1992, qui devait à la fois relever ses taux d'intérêt pour éviter une dépréciation de la livre Sterling – et les abaisser pour prévenir une récession. Le pourcentage relativement modeste des échanges dans le PIB de la zone euro, en comparaison avec les zones monétaires des États membres, a atténué, mais non supprimé, cette vulnérabilité.

Taux à long terme

L'existence de marchés financiers mondiaux assure une évolution parallèle des taux d'intérêt *réels* à long terme dans les différentes économies. Les taux *nominaux* à long terme, en revanche, reflètent les anticipations inflationnistes dans chaque économie, qui elles-mêmes traduisent la crédibilité des politiques monétaires nationales. Les anticipations des taux de change sont liées aux anticipations inflationnistes, mais des mouvements peuvent aussi se produire sur les taux de change sans que les écarts d'inflation en soient à l'origine. Dans ce domaine, la théorie économique n'a jamais permis de prévisions particulièrement fiables.

Les fluctuations des taux d'intérêt à court terme ne semblent pas avoir d'incidence directe sur les taux à long terme. Une hausse des taux à court terme peut entraîner, ou accompagner, une augmentation des taux à long terme; ou tout aussi bien une chute de ces taux, si les marchés sont convaincus que les risques d'une inflation future ont ainsi été écartés.

Les politiques budgétaires nationales ont également joué un rôle majeur dans la fixation des taux d'intérêt à long terme. Quand les déficits budgétaires et/ou le niveau total de la dette publique sont importants, la nécessité d'emprunter pour assurer les dépenses courantes et refinancer une dette arrivée à échéance tire ces taux vers le haut. Le chemin de la «monétisation» – c'est-à-dire, le recours à la planche à billets pour couvrir les déficits budgétaires en cours et permettre à l'inflation d'éroder la valeur réelle de la dette – a conduit à emprunter à des taux toujours plus élevés, aux échéances de plus en plus courtes, avec le risque de défaut de paiement au bout du compte. C'est la raison pour laquelle les dispositions du Traité de Maastricht, complétées par le Pacte de stabilité et de croissance, prévoient que tous les États participants doivent maintenir l'équilibre de leurs budgets sur la période du cycle économique, et interdisent totalement le recours à la monétisation, l'accès privilégié à l'épargne ou le «renflouement» des administrations publiques en état de cessation de paiement. Tous les participants à la zone euro sont tenus de réduire l'encours de leur dette publique, qui ne doit pas excéder 60 % de leur PIB.

De la même façon, les fluctuations des taux d'intérêt ne semblent pas avoir un impact très net sur l'économie réelle – investissement, croissance, emploi, etc. En règle générale, une hausse des taux a un effet négatif sur le futur PIB, alors que leur chute a des retombées positives. Dans le détail, cependant, ces répercussions dépendent de la structure de chaque économie et des composantes de la demande. La récente expérience japonaise a montré que des taux d'intérêt très bas ne suffisaient pas, à eux seuls, à relancer une économie en stagnation.

Expérience dans la zone euro

Les taux d'intérêt nominaux dans les pays de la zone euro sont en baisse constante depuis 1994 et ont atteint des planchers record à la mi-1999. Cette situation a permis à des pays tels que l'Italie de réduire considérablement le coût du service de leur dette publique. En revanche, cela n'a pas nécessairement été le cas des taux d'intérêt réels qui, en Allemagne début 1999, étaient probablement supérieurs aux taux nominaux.

Dans les faits, la politique monétaire de la zone euro est entrée en vigueur le 3 décembre 1998, quand une réduction coordonnée des taux directeurs à 3 % a été décidée par les banques centrales des pays participants. Quand le SEBC est officiellement devenu responsable, ce taux a été confirmé «pour l'avenir prévisible». Au début de 1999, cependant, un ralentissement non négligeable de la croissance économique et la persistance de niveaux de chômage élevés ont contribué à accroître la pression politique en faveur d'une réduction des taux d'intérêt. Début avril, le taux directeur a été abaissé à 2,5 %. Malgré une progression de l'agrégat monétaire M3 plus rapide que le taux cible, les pressions inflationnistes sont

restées très faibles; pourtant, le Président de la BCE, Wim Duisenberg, a fait clairement savoir qu'il n'irait pas plus loin.

Au cours de l'année, l'attention s'est progressivement portée sur la *parité* de l'euro. Au début de l'été, l'euro a semblé être en repli par rapport au dollar et a été largement décrit comme une devise «faible». En juillet, le taux de change a commencé à se raffermir et des signes d'une reprise de la croissance économique ont été visibles. Entre juillet et septembre, M3 a progressé au rythme de presque 6 %, amenant la BCE à parler d'une «orientation restrictive» de la politique monétaire. Le 4 novembre, le taux d'intérêt directeur était à nouveau relevé à 3 %.

Pour l'instant, il semble que le SEBC ait pleinement rempli sa mission. Le niveau actuel de l'inflation se situe nettement en dessous des 2 % spécifiés dans la définition de la «stabilité des prix». Plus important encore, les anticipations inflationnistes, reflétées par les rendements obligataires, restent faibles, alors que la croissance économique reprend et que le chômage recule.

Il subsiste toutefois quelques interrogations sur l'utilité du niveau de référence fixé à 4,5 % pour la croissance de M3, sur le degré d'intégration des marchés financiers (des écarts persistent entre les rendements obligataires nationaux de référence), et sur la politique de la parité de l'euro.

Conclusions

L'intégration des marchés financiers mondiaux augmente le poids des facteurs extérieurs dans l'élaboration des politiques monétaires nationales. Par ailleurs, même si les principales banques centrales ont des approches différentes de la politique monétaire, elles s'accordent sur un certain nombre de principes de base: la poursuite de la stabilité des prix et la stabilité des marchés financiers. Ceci conduit à la co-incidence, sinon à la coordination, des évolutions des taux d'intérêt fixés par les banques centrales.

Pour les mêmes raisons, les taux d'intérêt réels à long terme devraient converger vers une norme internationale, dont le niveau serait déterminé par un jeu complexe des facteurs monétaires et de l'économie réelle, notamment le rythme du progrès technologique.

La determinazione dei tassi d'interesse

SINTESI E CONCLUSIONI

L'applicazione d'interessi per il prestito di denaro è una pratica che non è stata sempre accettata. L'*usura* è espressamente condannata sia dalla Bibbia sia dalla giurisdizione della Shari'a e le moderne banche islamiche operano solo sulla base della partecipazione agli utili.

Tuttavia, nei moderni mercati finanziari le distinzioni tra interesse, rendita, profitto e apprezzamento del capitale non sono chiaramente delineate. L'attuale proposta di tassazione degli interessi nell'ambito della UE, su cui si dibatte alacramente, dimostra la difficoltà di elaborare definizioni giuridicamente esatte.

Nell'ambito della teoria economica, l'interesse è il prezzo pagato per indurre i possessori di moneta a risparmiare piuttosto che a spendere per i consumi, e a fare investimenti a lunga scadenza piuttosto che a detenere contanti. I tassi riflettono l'interazione fra l'offerta di risparmio e la domanda di capitale, ovvero fra la domanda e l'offerta di moneta.

I tassi d'interesse possono essere definiti come una percentuale (una "cedola") da versare generalmente *una volta l'anno*; oppure come l'attuale valore "scontato" di una somma da corrispondersi in data successiva (la data della "scadenza"). Esiste una relazione inversa tra il tasso d'interesse prevalente in ciascun momento e il valore scontato, in quel determinato momento, dei titoli che producono interessi, ossia i prezzi delle obbligazioni scendono quando crescono i rendimenti.

E' necessario distinguere fra tassi d'interesse "nominali" e tassi d'interesse "reali". Il tasso d'interesse reale è la differenza tra il tasso d'interesse nominale – ovvero "la cedola" – e il tasso a cui la moneta si svaluta. Tuttavia, il calcolo dei tassi reali presenta problemi metodologici, poiché esistono modi notevolmente diversi di calcolare il tasso d'inflazione.

Ciò nonostante, le *aspettative inflazionistiche* costituiscono uno dei fattori più importanti per la determinazione dei tassi d'interesse. In sostanza i risparmiatori si attendono che i propri investimenti producano un rendimento reale. Eventuali variazioni nelle previsioni sull'inflazione futura si riflettono dunque sui prezzi correnti dei titoli. Gli effetti su obbligazioni a scadenza diversa possono, ad esempio, essere rappresentati come oscillazioni della "curva dei rendimenti".

I tassi d'interesse riflettono *anche gradi di rischio diversi*. Un soggetto con un rating del credito molto elevato, come la Banca europea per gli investimenti, è in grado di attrarre risparmio a tassi d'interesse molto più bassi rispetto a istituti che emettono "titoli spazzatura". Gli Stati che presentano un debito pubblico elevato possono dover pagare interessi più alti sui prestiti richiesti dal governo, rispetto a Stati in cui il rischio di inadempienza è minore. In effetti, la garanzia che il debito "di Stato sovrano" sarà restituito alla scadenza ha spesso consentito ai governi di ottenere prestiti a tassi d'interesse reali *negativi*.

All'interno di ogni economia vi è dunque una molteplicità di tassi d'interesse, che riflette le varie aspettative e i diversi rischi. I mercati dei vari beni – materiali e finanziari – si influenzano a vicenda, man mano che i risparmiatori modificano i loro portafogli scegliendo tra contante, titoli fruttiferi, azioni societarie, titoli derivati complessi, beni immobili, oggetti di antiquariato, ecc. Le istituzioni finanziarie e le grandi società si comportano in maniera diversa rispetto ai piccoli risparmiatori e alle piccole imprese.

Tassi d'interesse a breve termine

Nell'ambito del mercato del denaro, i livelli dei tassi d'interesse *overnight* (fino a una settimana) e di quelli a breve termine (fino a un anno) sono fortemente influenzati dai tassi fissati dalle banche centrali. Nel caso della zona dell'euro, il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) può usare il proprio potere di monopolista nell'offerta di moneta per fissare un minimale e un massimale per i tassi d'interesse *overnight* e per i tassi a breve termine (il tasso passivo e il tasso attivo marginale), nonché per stabilire un tasso centrale di riferimento (il tasso di rifinanziamento marginale o "repo").

Le banche centrali che hanno come obiettivo prioritario la stabilità dei prezzi – come la stessa Banca centrale europea (BCE) – fissano tassi a breve termine tali da impedire l'insorgere dell'inflazione. Tassi d'interesse elevati dovrebbero incoraggiare la collettività a risparmiare, piuttosto che a spendere, e gli operatori economici a rinviare le spese in conto capitale. Si definiscono tassi d'interesse "neutrali" quelli sufficientemente alti da scongiurare l'inflazione, ma non tanto da soffocare la crescita economica e far aumentare la disoccupazione.

Tuttavia l'applicazione di questo modello teorico comporta una serie di problemi:

- Il sostegno politico all'obiettivo della stabilità dei prezzi non è garantito. Un obiettivo alternativo potrebbe, ad esempio, essere quello del mantenimento della piena occupazione, per cui i tassi d'interesse sarebbero tenuti bassi al fine di favorire gli investimenti. Oppure, i tassi d'interesse nominali potrebbero essere modificati unicamente allo scopo di mantenere i tassi reali a un determinato livello programmato.
- E' difficile, se non impossibile, stabilire di volta in volta il valore dei tassi d'interesse "neutrali". Le stime sull'inflazione sono soggettive e si basano su dati più o meno accurati. La BCE segue un metodo basato su due pilastri principali, un livello di riferimento del 4,5% per il tasso di crescita annualizzato della massa monetaria M3 e una "ampia valutazione delle previsioni sull'andamento dei prezzi", basata su una serie di altri indicatori, quali rendimenti delle obbligazioni, credito al consumo, tassi di cambio, ecc.
- Non si sa esattamente quali siano meccanismi di trasmissione attraverso cui i tassi d'interesse fissati dalle banche centrali influenzano i tassi d'interesse sul mercato. Differenze fra le varie economie nazionali e fra le diverse regioni sono il risultato di differenze nelle fonti di finanziamento dell'impresa, nel livello e nella struttura del debito delle imprese e delle famiglie e nel grado di concorrenza dei servizi finanziari. Ben poco può ricavarsi dall'esperienza del passato, poiché i sistemi finanziari sono attualmente in uno stato di fluidità dovuto alla creazione dell'unione monetaria (la critica di Lucas).
- Le economie nazionali sono sempre più esposte alle pressioni dei mercati finanziari internazionali. Il capitale a breve termine può muoversi rapidamente tra aree monetarie diverse in cerca di remunerazioni più elevate, provocando distorsioni nell'attuazione della politica monetaria interna. Ciò può determinare situazioni conflittuali come quella verificatasi nel Regno Unito nel settembre 1992, quando era necessario mantenere elevati i tassi d'interesse allo scopo di evitare la svalutazione della sterlina – e di tenerla all'interno del meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo – mentre occorre tassi d'interesse più bassi per evitare la recessione. Nell'area dell'euro, la percentuale degli scambi rispetto al PIL piuttosto bassa in confronto a quella delle aree monetarie dei singoli Stati membri, ha ridotto ma non eliminato questa vulnerabilità.

Tassi d'interesse a lungo termine

L'esistenza di mercati finanziari globali fa sì che nelle diverse economie i tassi d'interesse *reali* a lungo termine tendano a procedere di pari passo. Tuttavia, i tassi d'interesse *nominali* a lungo termine riflettono le aspettative inflazionistiche delle singole economie, le quali a loro volta indicano la credibilità delle politiche monetarie interne. Alle aspettative inflazionistiche sono legate anche le previsioni sui tassi di cambio; i quali però possono subire variazioni anche per motivi non connessi con i differenziali inflazionistici. Le previsioni degli economisti in materia molto spesso non si sono avverate.

Gli effetti delle variazioni dei tassi d'interesse a breve termine sui tassi a lungo termine non sono dunque diretti. Un aumento dei tassi a breve può causare o coincidere con un aumento dei tassi a lungo termine, ma può anche indurre una riduzione dei tassi a lungo termine, se i mercati sono convinti che non vi è pericolo d'inflazione nell'immediato futuro.

Le politiche fiscali nazionali svolgono un ruolo molto importante nella determinazione dei tassi d'interesse a lungo termine. Laddove i deficit di bilancio e/o l'ammontare complessivo del debito pubblico sono elevati, l'esigenza di assumere prestiti per coprire la spesa corrente e per rifinanziare il debito in scadenza spinge verso l'alto i tassi a lungo termine. La via della "monetizzazione" – ovvero l'emissione di moneta per coprire i deficit di bilancio correnti, consentendo all'inflazione di erodere il valore reale del debito esistente – spinge ad assumere prestiti a tassi d'interesse ancora più alti, e con scadenze sempre più brevi, e alla fine conduce all'inadempimento. Perciò le disposizioni del Trattato di Maastricht, integrate dal Patto di stabilità e crescita, prevedono bilanci in pareggio a livello di ciclo economico, e proibiscono del tutto la monetizzazione, l'accesso privilegiato ai risparmi e il "salvataggio" (*bail-out*) di enti pubblici inadempienti. Tutti i paesi partecipanti all'area dell'euro si sono impegnati a ridurre l'ammontare complessivo del debito pubblico in modo da contenerlo entro il 60% del PIL.

Non è ben chiaro neanche in quale misura le variazioni dei tassi d'interesse si ripercuotano sull'economia reale – investimenti, crescita, occupazione, ecc. In genere, un aumento dei tassi produce effetti negativi sui PIL futuri, mentre una loro riduzione produce effetti positivi. Tuttavia, gli effetti nel dettaglio dipendono dalla struttura di ogni singola economia e dai fattori che ne compongono la domanda. La recente esperienza giapponese dimostra che tassi d'interesse molto bassi, da soli, non sono sufficienti a rivitalizzare un'economia in recessione.

Il caso dell'Unione monetaria

I tassi d'interesse nominali negli Stati dell'area dell'euro sono andati costantemente calando dal 1994, per giungere ai minimi storici a metà del 1999. Ciò ha permesso a Stati come l'Italia di ridurre drasticamente l'onere del debito pubblico. D'altro canto, lo stesso non è necessariamente avvenuto per i tassi d'interesse reali che, all'inizio del 1999, in Germania erano probabilmente più alti di quelli nominali.

La politica monetaria dell'area euro è iniziata in effetti il 3 dicembre 1998, quando le banche centrali degli Stati partecipanti hanno proceduto a una riduzione concordata dei tassi attivi di riferimento al 3%. Quando il SEBC è divenuto ufficialmente operativo, tale tasso è stato riconfermato "per un prevedibile futuro". Tuttavia, nei primi mesi del 1999, il deciso rallentamento della crescita economica, unito al persistere di elevati livelli di disoccupazione, ha generato crescenti pressioni politiche a favore di una riduzione dei tassi d'interesse: effettivamente, all'inizio di aprile il tasso attivo di riferimento è stato ridotto al 2,5%.

Sebbene l'M3 stesse crescendo oltre il livello di riferimento, le spinte inflazionistiche si mantenevano molto basse, rendendo possibile la riduzione di mezzo punto percentuale; tuttavia in tale circostanza il Presidente della BCE, Wim Duisenberg, è stato esplicito, affermando "questo è quanto!".

Con il proseguire dell'anno, l'attenzione si è gradualmente spostata verso il valore esterno dell'euro. All'inizio dell'estate, l'euro sembrava tendere verso la parità con il dollaro e veniva generalmente considerato "debole". Ma nel mese di luglio il cambio si è gradualmente ripreso e l'economia ha mostrato segni di crescita più sostenuta. Tra luglio e settembre anche l'M3 è salito fino a quasi il 6%, spingendo la BCE a parlare di una "stretta" della politica monetaria. Il 4 novembre il tasso ufficiale di sconto è stato nuovamente riportato al 3%.

Appare evidente che finora la BCE ha perfettamente rispettato il proprio mandato. L'inflazione è attualmente ben al di sotto del 2%, per definizione il livello di "stabilità dei prezzi". Inoltre, anche le aspettative inflazionistiche basate sui rendimenti delle obbligazioni si mantengono basse, mentre l'economia è in ripresa e la disoccupazione diminuisce.

Rimangono tuttavia alcune perplessità sull'utilità di un livello di riferimento per l'M3 pari al 4,5%, sul grado d'integrazione raggiunto dai mercati finanziari (vi sono ancora differenze fra i rendimenti delle obbligazioni nazionali di riferimento) e sulle politiche relative al valore esterno dell'euro.

Conclusioni

L'integrazione dei mercati finanziari mondiali aumenta le spinte dovute a fattori esterni sulla determinazione delle politiche monetarie interne. Inoltre, sebbene l'approccio delle principali banche centrali nei confronti della conduzione della politica monetaria differisca nello specifico, vi è ampio accordo sui fondamentali: il perseguimento della stabilità dei prezzi e la stabilità dei mercati finanziari. Ciò comporta la concomitanza, per non dire il coordinamento delle variazioni dei tassi d'interesse fissati dalle banche centrali.

Analogamente, i tassi d'interesse reali a lungo termine tendono a convergere verso una norma internazionale, il livello della quale è determinato da una complessa interazione di fattori reali e monetari e, in particolare, dal ritmo dell'innovazione tecnologica.

Hoe worden rentevoeten vastgesteld

SAMENVATTING EN CONCLUSIES

Het aanrekenen van rente voor het lenen van geld is niet altijd een aanvaardbare handelwijze geweest. “Woeker” wordt met name in de bijbel en de sharia veroordeeld, en moderne islamitische banken werken uitsluitend op basis van winst.

Maar in de moderne geld- en kapitaalmarkten is er geen scherp onderscheid tussen rente, huur, winst en waardering van kapitaal. Het voorstel over belastingheffing op rente binnen de EU, dat thans hevige discussies uitlokt, toont aan hoe moeilijk het is om tot juridisch sluitende definities te komen.

In de economische theorie is rente de prijs die moet worden betaald om bezitters van geld ertoe te bewegen hun geld te sparen in plaats van uit te geven, en het te beleggen in langetermijn-waardepapieren in plaats van in contanten aan te houden. De rentevoeten zijn een weergave van de interactie tussen het aanbod van besparingen en de vraag naar kapitaal, of tussen de vraag naar en het aanbod van geld.

De rentevoeten kunnen worden uitgedrukt als een percentage dat doorgaans per jaar betaalbaar is (“coupon”), of als de huidige “gedisconteerde” waarde van een in de toekomst (op de “vervaldag”) te betalen bedrag. Er bestaat een omgekeerde relatie tussen de op een bepaald moment geldende rentevoet en de dan geldende gedisconteerde waarde van de rentedragende waardepapieren: obligatiekoersen dalen bijvoorbeeld wanneer de rendementen stijgen.

Een belangrijk verschil is dat tussen “nominale” en “reële” rente. De reële rente is de nominale rente - met andere woorden de couponrente - *minus* het percentage waarmee het geld in waarde achteruitgaat. Het berekenen van de reële rente levert echter methodologische problemen op omdat er sterk verschillende manieren zijn om het inflatiepercentage te berekenen.

De *inflatieverwachtingen* zijn evenwel een van de belangrijkste factoren die de rente bepalen. Het komt erop neer dat de spaarders voor hun inleg een reële tegenprestatie verlangen. Veranderingen in de voorspelde toekomstige inflatie worden daarom in de huidige prijzen van waardepapieren weergegeven. De gevolgen voor obligaties met verschillende vervaldag kunnen bijvoorbeeld als verschuivingen in de “rendementscurve” in kaart worden gebracht.

Rentevoeten vormen ook een weergave van *uiteenlopende risicogradaties*. Een instantie met een zeer sterke kredietwaardigheid, zoals de Europese Investeringsbank, zal tegen veel lagere rente besparingen kunnen aantrekken dan firma's die *junk bonds* uitgeven. Het kan voorkomen dat landen met een hoge uitstaande schuld een hogere rente op staatsleningen moeten betalen dan landen waar het risico van wanbetaling geringer is. De zekerheid dat de staatsschuld op de vervaldag zal worden afgelost, heeft regeringen zelfs vaak de kans geboden geld op te nemen tegen een *negatieve* rente.

Binnen een economie komen er daarom tal van rentevoeten voor die een weergave vormen van de uiteenlopende verwachtingen en risico's. De markten voor verschillende activa - van fysieke of financiële aard - beïnvloeden elkaar naarmate de spaarders binnen hun beleggingsportefeuilles verschuivingen aanbrengen tussen contante tegoeden, rentedragende effecten, aandelen in ondernemingen, complexe derivaten, onroerend goed, antiquiteiten, enzovoorts. Financiële instellingen en grote concerns gedragen zich anders dan kleine beleggers en firma's.

Kortetermijnrente

De renteniveaus op de geldmarkt voor de zeer korte termijn (tot een week - *overnight*) en op de korte termijn (tot een jaar) worden zeer sterk beïnvloed door de tarieven die de centrale banken vaststellen. In het geval van de eurozone kan het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) zijn macht als monopolistisch aanbieder van kasgeld gebruiken om voor de zeer korte termijn en voor de korte termijn een minimum- en een maximumtarief vast te stellen (het depositotarief en het marginale beleningstarief), en kan het als ijkpunt ook een middenkoers uitzetten (het marginale herfinancieringstarief of de reporente).

Centrale banken met als eerste opdracht de handhaving van prijsstabiliteit - zoals de Europese Centrale Bank (ECB) zelf - zullen de kortetermijntarieven zodanig vaststellen dat toekomstige inflatie wordt vermeden. Door hogere tarieven worden de economische subjecten aangemoedigd om te sparen en niet uit te geven, en wordt het bedrijfsleven aangespoord om kapitaaluitgaven op te schorten. "Neutrale" tarieven zijn net hoog genoeg zijn om toekomstige inflatie buiten de deur te houden, maar niet zo hoog dat de economische groei tot stilstand komt en de werkloosheid stijgt.

Bij de tenuitvoerlegging van dit theoretische model doen zich echter enkele problemen voor.

- De politieke steun voor prijsstabiliteit is geen vaststaand gegeven. Een alternatieve doelstelling zou bijvoorbeeld kunnen zijn het handhaven van volledige werkgelegenheid, waarbij de rente laag wordt gehouden om de investeringen te stimuleren. Het is ook mogelijk dat de nominale tarieven alleen worden gewijzigd om de reële tarieven op een afgesproken niveau te houden.
- Het is moeilijk, zometert onmogelijk, te bepalen wat op een gegeven ogenblik een "neutraal" tarief zou kunnen zijn. Het inschatten van het inflatierisico is een kwestie van beoordeling die stoelt op gegevens van uiteenlopende nauwkeurigheid. De ECB hanteert een tweepijlerbenadering, gebaseerd op een referentieniveau van 4,5% voor het jaarlijkse groeipercentage van het monetaire aggregaat M3; en een "globale beoordeling van de verwachtingen inzake prijsontwikkelingen", die weer op een aantal andere indicatoren berust: obligatierendement, consumentenkrediet, wisselkoersen, enzovoorts.
- Er bestaat geen zekerheid over de manier waarop de rentetarieven van de Centrale Bank naar de markttarieven doorwerken. Verschillen tussen de diverse nationale economieën en regio's doen zich voor als gevolg van verschillen in de wijze van financiering van het bedrijfsleven, in het niveau en de structuur van de schulden van het bedrijfsleven en van de huishoudens, en de mate van mededinging in de sector financiële dienstverlening. Uit de ervaringen uit het verleden kan weinig lering worden getrokken, omdat de financiële stelsels voortdurend in beweging zijn als gevolg van de monetaire unie als zodanig (kritiek van Lucas).
- De nationale economieën komen steeds meer onder de invloed van de internationale financiële markten. Kort kapitaal kan zich, op zoek naar hogere rendementen, snel tussen de monetaire zones verplaatsen en zodoende de werking van het binnenlands monetair beleid verstoren. Dit nu kan leiden tot conflicten van het type waarmee het VK in september 1992 werd geconfronteerd, toen een hogere rente noodzakelijk werd om een depreciatie van het pond te voorkomen - en het binnen het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel te houden - terwijl een lagere rente juist noodzakelijk was om een recessie af te wenden. Doordat in de eurozone - vergeleken met de valutazones van de afzonderlijke lidstaten - een relatief laag aandeel van het BBP wordt verhandeld, is die kwetsbaarheid verminderd doch niet weggewerkt.

Langetermijnrente

Het bestaan van wereldomspannende financiële markten zorgt ervoor dat de *reële* lange rente in de verschillende economieën de neiging heeft zich in dezelfde richting te bewegen. Maar de *nominale* lange rente vormt een afspiegeling van de inflatieverwachtingen in de afzonderlijke economieën, die op hun beurt weer de geloofwaardigheid van het binnenlands monetair beleid weergeven. De verwachtingen omtrent de wisselkoersontwikkeling houden verband met de inflatieverwachtingen, maar mutaties van wisselkoersen kunnen ook plaatsvinden om redenen die geen verband houden met de verschillen in inflatie. De voorspellingen op basis van de economische theorie genieten op dit punt een slechte reputatie.

Wijzigingen in de korte rente hebben daarom geen eenduidige invloed op de lange rente. Een stijging in de korte rente kan leiden tot, of gelijktijdig optreden met, een stijging van de lange rente, maar kan ook tot een daling daarvan leiden indien de markten ervan overtuigd zijn dat toekomstige inflatie is voorkomen.

Ook het nationaal beleid inzake overheidsfinanciën speelt een grote rol bij het bepalen van de lange rente. In landen waar de begrotingstekorten en/of de totale hoogte van de staatsschuld hoog waren, heeft de noodzaak om voor de lopende uitgaven en voor het herfinancieren van de schuld waarvan de vervaldag nadert, leningen aan te gaan, de lange rente opgeschroefd. De methode van monetaire financiering - geld drukken om de tekorten op de lopende begroting te dekken, waardoor de inflatie de reële waarde van de uitstaande schuld kan doen afkalven - heeft geleid tot het aangaan van leningen tegen steeds hogere rente met steeds kortere looptijden, met wanbetaling als eindresultaat. Dat is de reden waarom in het Verdrag van Maastricht, aangevuld door het stabiliteits- en groeipact, is voorgeschreven dat gedurende de gehele conjunctuurcyclus de begrotingen in evenwicht moeten zijn, dat monetaire financiering, bevoorrechte toegang tot besparingen of aansprakelijkheid voor verbintenissen van publiekrechtelijke lichamen, volstrekt verboden zijn. Alle deelnemers aan de eurozone hebben zich verplicht om hun totale overheidsschuld tot 60% van het BBP of minder te reduceren.

De mate waarin renteveranderingen invloed hebben op de reële economie - investeringen, groei, werkgelegenheid enzovoorts - is evenmin duidelijk. Over het algemeen heeft een rentestijging een negatief effect op het toekomstige BBP, en een daling een positief effect. Maar de precieze effecten hangen af van de structuur van een welbepaalde economie en van de bestanddelen van de vraag binnen die economie. Uit recente Japanse ervaringen blijkt dat een zeer lage rente op zich zelf onvoldoende is om een stagnerende economie nieuw leven in te blazen.

Ervaringen in de eurozone

Sedert 1994 zijn de nominale rentevoeten van de eurozone constant gedaald, en medio 1999 stond de rente op een historisch laag niveau. Dit heeft landen als Italië in staat gesteld drastisch te snoeien in de kosten van de dienst van de overheidsschuld. Anderzijds was zulks met de reële rentevoeten niet noodzakelijkerwijs het geval: deze waren in Duitsland begin 1999 waarschijnlijk hoger dan de nominale.

Het monetaire beleid van de eurozone begon in feite op 3 december 1998, toen er een gecoördineerde verlaging tot 3% plaatsvond van de voornaamste beleningstarieven van de centrale banken van de deelnemende landen. Toen het ESCB officieel verantwoordelijk werd, werd dit tarief "voor de afzienbare toekomst" bevestigd. In de eerste maanden van 1999

hebben een aanzienlijke vertraging van de economische groei en aanhoudend hoge werkloosheidsniveaus geleid tot een sterkere politieke pressie om de rente te verlagen. Begin april werd het voornaamste tarief dan ook teruggebracht tot 2,5%. Ofschoon de M3 boven het streefniveau uitkwam, bleef de inflatoire druk zeer laag; maar Wim Duisenberg, de president van de ECB, verklaarde toen dat aldus besloten was.

In de loop van het jaar begon de aandacht naar de *externe* waarde van de € te verschuiven. Tegen het begin van de zomer leek het of er pariteit met de \$ kwam, en werd de € algemeen “zwak” geacht. Maar in juli begon de wisselkoers weer op te trekken en kwamen er signalen van een hogere economische groei. Tussen juli en september groeide ook de M3 met bijna 6%, hetgeen de ECB aanleiding gaf te spreken van een neiging tot verkrapping van het monetaire beleid. Op 4 november werd het belangrijkste rentetarief weer verhoogd tot 3%.

Het lijkt er tot nu toe op dat het ESCB zijn opdracht heeft vervuld. De huidige inflatie ligt duidelijk beneden de als 2% gedefinieerde prijsstabiliteit. Belangrijker is dat de inflatieverwachtingen, zoals tot uiting komend in het obligatierendement, eveneens laag blijven terwijl de economische groei aantrekt en de werkloosheid daalt.

Maar er blijven vraagtekens bestaan over: het nut van het referentieniveau van 4,5% voor de M3; de mate waarin de financiële markten reeds zijn geïntegreerd (er zijn nog steeds verschillen in de toonaangevende nationale obligatierendementen, *benchmarks*); het beleid ter zake van de externe waarde van de €.

Conclusies

Door de integratie van 's werelds financiële markten wordt de druk van de externe factoren bij de bepaling van het binnenlandse monetaire beleid vergroot. Bovendien bestaat er, ondanks detailverschillen in de benadering van het te voeren monetair beleid door de belangrijkste centrale banken van de wereld, algemene overeenstemming over de wezenlijke zaken (*fundamentals*): het nastreven van prijsstabiliteit en van stabiliteit op de financiële markten. Een en ander leidt tot het samenvallen, indien niet tot het coördineren, van door centrale banken gestuurde veranderingen in de rentevoeten.

Om dezelfde redenen zullen de reële lange rentevoeten waarschijnlijk naar een internationale norm convergeren waarvan de hoogte zal worden bepaald door een complexe wisselwerking tussen zowel monetaire als reële factoren, en in het bijzonder door het tempo van de technologische vooruitgang.

A Determinação das Taxas de Juro

RESUMO E CONCLUSÕES

A cobrança de juros sobre os empréstimos monetários nem sempre foi uma prática aceitável. A "usura" é especificamente condenada quer na Bíblia quer na Shari'a, e os bancos islâmicos modernos funcionam apenas com base no lucro.

Todavia, nos mercados financeiros modernos, a distinção entre juro, renda, lucro e valorização do capital não são claras. A actual proposta de tributação dos juros na UE, objecto de acalorado debate, tem mostrado a dificuldade em conseguir definições juridicamente precisas.

Na teoria económica, o juro é o preço pago para motivar aqueles que têm dinheiro a pouparem-no, em vez de o gastarem, e investirem-no em activos a longo prazo em vez de o guardarem sob a forma de numerário. As taxas de juro reflectem a interacção entre a oferta de poupanças e a procura de capital; ou entre a procura e a oferta de dinheiro.

As taxas de juro podem ser expressas sob a forma de uma percentagem a pagar (o "cupão"), geralmente por ano, ou sob a forma do valor actual "descontado" de um montante a pagar em data futura ("data de vencimento"). Existe uma relação inversa entre a taxa de juro aplicada num determinado momento e o valor actual dos activos que vencem juros nesse mesmo momento: os preços das obrigações baixam quando os rendimentos auferidos aumentam.

É importante distinguir entre taxas de juro "nominais" e "reais". A taxa de juro real corresponde à taxa de juro nominal – a taxa do cupão – *menos* a taxa de desvalorização da moeda. Contudo, o cálculo das taxas reais coloca alguns problemas metodológicos, uma vez que existem várias formas significativamente diferentes de calcular as taxas de inflação.

As expectativas inflacionistas constituem um dos factores mais importantes na determinação das taxas de juro. De um modo geral, os aforradores pretendem obter um rendimento real dos seus investimentos. Por conseguinte, qualquer variação das previsões de inflação futura reflecte-se nos preços correntes dos activos. O efeito dessa variação nas obrigações com prazos de vencimento distintos, por exemplo, pode ser representado pela deslocação da "curva de rendimentos".

As taxas de juro também reflectem os *diferentes graus de risco*. Um organismo com uma reputação creditícia a toda a prova, como o Banco Europeu de Investimento, será capaz de atrair poupanças a taxas de juro muito mais baixas do que as empresas emissoras de "junk bonds". Os países com uma dívida muito elevada poderão ter de pagar taxas mais altas ao contrair empréstimos públicos do que os países em que o risco de incumprimento é menor. Com efeito, a garantia do reembolso da "dívida pública" na data de vencimento permite frequentemente ao Estado contrair empréstimos a taxas de juro reais *negativas*.

Fruto de diferentes expectativas e riscos, existem, portanto, múltiplas taxas de juro em qualquer economia. Os mercados dos diferentes activos – físicos e financeiros – influenciam-se mutuamente em função das mudanças efectuadas pelos aforradores na composição das suas carteiras de numerário, títulos de dívida, acções de empresas, produtos derivados complexos, bens imobiliários, antiguidades, etc. As instituições financeiras e as grandes empresas têm um comportamento diferente dos pequenos aforradores e das pequenas empresas.

Taxas a Curto Prazo

Os níveis das taxas de juro "overnight" (até uma semana) e a "curto prazo" (até um ano) no mercado monetário dependem muito das taxas fixadas pelos bancos centrais. No caso da zona euro, o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) pode utilizar a sua posição de monopólio enquanto fornecedor de moeda central para fixar um limite máximo e um limite mínimo para as taxas de juro *overnight* e a curto prazo (taxa de juro da facilidade de depósito e taxa de juro da facilidade de cedência de liquidez), bem como para fixar uma taxa central de referência (taxa de refinanciamento ou taxa "repo").

Os bancos centrais que têm como missão primordial assegurar a estabilidade dos preços – como é o caso do próprio Banco Central Europeu (BCE) – fixarão as taxas a curto prazo de modo a prevenir a inflação futura. O aumento das taxas de juro deve incentivar os particulares a aumentarem a poupança em detrimento da despesa e incentivar as empresas a diferirem as despesas de capital. Para que as taxas de juro sejam "neutras", terão que ser suficientemente elevadas para evitar a inflação futura, sem, no entanto, estrangularem o crescimento económico e aumentarem o desemprego.

Todavia, a implementação deste modelo teórico coloca alguns problemas.

- O apoio político ao objectivo de estabilidade dos preços não está garantido. Um objectivo alternativo poderia ser, por exemplo, a preservação do pleno emprego, mantendo-se as taxas de juro baixas para estimular o investimento. Ou poder-se-iam variar as taxas nominais apenas para manter as taxas reais a um nível preestabelecido.
- É difícil, senão impossível, determinar quais serão as taxas "neutras" em dado momento. As estimativas do risco de inflação depende da interpretação de um certo volume de dados com diferentes graus de precisão. O BCE utiliza uma abordagem baseada em "dois pilares": um nível de referência de 4,5% para a taxa de crescimento anualizada do agregado monetário M3 e uma "avaliação geral das perspectivas de evolução dos preços" baseada em vários outros indicadores: rentabilidade das obrigações, crédito ao consumo, taxa de câmbio, etc.
- Existe alguma incerteza quanto aos mecanismos de transmissão das taxas de juro do banco central às taxas de mercado. Há diferenças entre as várias economias nacionais e regiões que são fruto das diferenças existentes no plano das fontes de financiamento das empresas, do nível de endividamento das empresas e das famílias e da sua estrutura e do grau de concorrência no sector dos serviços financeiros. A experiência anterior é pouco esclarecedora, uma vez que, devido à instauração da própria união monetária, os sistemas financeiros estão em mutação (crítica de Lucas).
- As economias nacionais encontram-se cada vez mais expostas à influência dos mercados financeiros internacionais. O capital a curto prazo pode circular rapidamente entre diferentes zonas monetárias, em busca de maiores rendimentos, perturbando o funcionamento das políticas monetárias nacionais. Esta situação pode gerar conflitos semelhantes aos verificados no Reino Unido em Setembro de 1992, quando se verificou serem simultaneamente necessárias taxas de juro mais elevadas, para evitar a desvalorização da libra esterlina – e para manter esta divisa no Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu –, e taxas de juro mais baixas, para evitar uma recessão. A percentagem relativamente baixa do PIB da zona euro que é transaccionada internacionalmente em comparação com as zonas monetárias dos diversos Estados-Membros, reduz, ainda que não elimine totalmente, esta vulnerabilidade.

Taxas a Longo Prazo

A existência de mercados financeiros globais garante a evolução conjunta das taxas de juro reais a longo prazo das diferentes economias. As taxas de juro *nominais* a longo prazo, por outro lado, são o reflexo das expectativas inflacionistas em cada economia, as quais reflectem, por sua vez, a credibilidade da política monetária interna. As expectativas em matéria de taxas de câmbio estão ligadas às expectativas de inflação, ainda que a variação das taxas de câmbio também possa ocorrer por razões independentes dos diferenciais de inflação. A teoria económica não tem sido muito bem sucedida nas suas previsões nesta área.

O efeito das variações das taxas de juro a curto prazo nas taxas a longo prazo não é, pois, fácil de determinar. Um aumento das taxas a curto prazo pode provocar um aumento das taxas de juro a longo prazo ou ser-lhe concomitante, mas pode também originar uma diminuição, caso os mercados estejam persuadidos de que a inflação futura foi evitada.

As políticas financeiras nacionais também têm desempenhado um papel relevante na determinação das taxas de juro a longo prazo. Nos casos em que os défices orçamentais e/ou o nível total da dívida pública são elevados, a necessidade de contrair empréstimos para fazer face às despesas correntes e refinar o reembolso da dívida faz aumentar as taxas a longo prazo. O recurso à "monetização" – a emissão de moeda para financiar os défices orçamentais permitindo assim que a inflação dilua o valor real da dívida existente – conduz à contracção de empréstimos a taxas de juro cada vez mais elevadas e com prazos de reembolso cada vez mais reduzidos desencadeando um processo que culmina no incumprimento. Por esta razão, as disposições do Tratado de Maastricht, complementadas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, exigem uma situação de equilíbrio orçamental durante o ciclo económico e proibem totalmente a monetização, o acesso privilegiado às poupanças ou qualquer auxílio a entidades do sector público em situação de incumprimento. Todos os participantes na zona euro assumiram o compromisso de reduzir o nível total da dívida pública para 60% do PIB ou menos.

O grau de influência das alterações dos níveis das taxas de juro na economia real – investimento, crescimento, emprego, etc. – também não é perfeitamente definido. De um modo geral, o aumento das taxas de juro produz um efeito negativo no PIB futuro e uma redução das taxas um efeito positivo. Mas os efeitos concretos dependem da estrutura da economia em causa e das componentes da procura nessa economia. A experiência japonesa recente mostra que uma taxa de juro muito baixa, em si mesma, não basta para relançar uma economia estagnada.

Experiência na zona euro

As taxas de juro nominais têm vindo a baixar de forma constante nos países da zona euro desde 1994, tendo atingido mínimos históricos em meados de 1999. Este facto permitiu que países como a Itália reduzissem drasticamente os custos do serviço da dívida pública. No entanto, o mesmo não aconteceu necessariamente com as taxas de juro reais. Com efeito, em inícios de 1999, na Alemanha, as taxas de juro reais foram provavelmente superiores às taxas nominais.

A política monetária da zona euro começou verdadeiramente em 3 de Dezembro de 1998, com a redução coordenada, para 3%, das taxas principais de cedência de liquidez pelos bancos centrais dos países participantes. Quando o SEBC assumiu oficialmente a responsabilidade pela política monetária, esta taxa foi confirmada "para o futuro previsível". Contudo, nos primeiros meses de 1999, com o abrandamento significativo do crescimento

económico e os níveis persistentemente elevados do desemprego as pressões políticas a favor de uma redução das taxas de juro foram-se acentuando. No início de Abril, a taxa principal foi efectivamente reduzida para 2,5%. Embora o agregado M3 estivesse a crescer acima da taxa-objectivo, as pressões inflacionistas mantiveram-se muito baixas, mas o Presidente do BCE, Wim Duisenberg, deixou claro nessa época que não haveria mais reduções.

Ao longo do ano, as atenções foram-se transferindo gradualmente para o valor *externo* do euro. No início do Verão, este parecia aproximar-se da paridade com o dólar americano, sendo, de um modo geral, considerado uma divisa "fraca". Todavia, em Julho, a taxa de câmbio começou a recuperar e surgiram sinais de um crescimento económico mais forte. Entre Julho e Setembro, o agregado M3 também cresceu a um ritmo próximo de 6%, o que levou o BCE a falar de um possível "aperto" das taxas. A 4 de Novembro, a taxa principal subiu novamente para 3%.

Até à data, tudo indica que o SEBC tem cumprido plenamente a sua missão. A inflação é nitidamente inferior a 2%, cumprindo, portanto, a definição de "estabilidade dos preços". Mais importante ainda é o facto de as expectativas de inflação, como mostra o nível de rentabilidade das obrigações, também se manterem baixas, enquanto que o crescimento económico está a recuperar e o desemprego a diminuir.

Persistem, todavia, algumas interrogações sobre a utilidade do nível de referência de 4,5% para o crescimento do agregado M3, sobre a integração dos mercados financeiros (ainda subsistem diferenças nos rendimentos das obrigações utilizados como referência a nível nacional) e sobre a política em matéria do valor externo do euro.

Conclusões

A integração dos mercados financeiros mundiais tem vindo a aumentar a pressão dos factores externos na determinação das políticas monetárias nacionais. Além disso, embora as perspectivas dos principais bancos centrais sobre a condução da política monetária difiram em certos pormenores, prevalece um consenso geral sobre as questões fundamentais: garantir a estabilidade dos preços e a estabilidade dos mercados financeiros. Este facto tem conduzido, não à coordenação, mas à coincidência das alterações das taxas de juro decididas pelos bancos centrais.

Pelas mesmas razões, é provável que as taxas de juro reais a longo prazo converjam à escala internacional, para um nível que será determinado por uma interacção complexa entre factores monetários e factores reais, e em especial, pelo ritmo da evolução tecnológica.

Faktorer som bestämmer räntorna

SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER

Det har inte alltid varit accepterat att debitera ränta vid penningutlåning. "Ocker" fördöms särskilt i såväl Bibeln som Sharialagen och moderna islamiska banker bedriver endast verksamhet i vinstsyfte.

På de moderna finansiella marknaderna är emellertid gränserna mellan ränta, hyra, vinst och kapitaltillväxt något flytande. Det aktuella, hett debatterade förslaget om beskattning av räntor inom EU har visat på svårigheten att fastställa juridiskt exakta definitioner.

I ekonomisk teori är ränta det pris som betalas för att förmå dem som har pengar att spara dem i stället för att spendera dem och att placera i långsiktiga tillgångar snarare än i penningmedel. Räntorna återspeglar samspelet mellan utbudet av sparmedel och efterfrågan på kapital eller mellan efterfrågan på och utbudet av pengar.

En ränta kan uttryckas som en procentsats som skall betalas (en "kupong"), vanligtvis *per år*, eller som det "diskonterade" nuvärdet av ett belopp som skall betalas vid en framtida tidpunkt ("förfalldatumet"). Det råder ett omvänt förhållande mellan den aktuella räntesatsen vid en viss tidpunkt och det diskonterade värdet vid samma tidpunkt på tillgångar för vilka ränta utbetalas: t.ex. faller obligationspriserna när avkastningarna ökar.

En viktig åtskillnad måste göras mellan "nominella" och "reala" räntor. Realräntan är den nominella räntan – d.v.s. "kupongräntan" – , *minus* den hastighet med vilken pengarna förlorar värde. Att beräkna realräntor ger emellertid upphov till metodologiska problem eftersom det finns många olika sätt att beräkna inflationstakten på.

Inflationsförväntningarna är emellertid en av de viktigaste faktorerna för att bestämma räntenivåerna. I allmänhet vill sparare ha en real avkastning på sina placeringar. Förändringar i bedömningarna av den framtida inflationsnivån återspeglas därför i det aktuella priset på tillgångar. Effekterna av olika förfalldatum på obligationer kan t.ex. illustreras som förändringar på "avkastningskurvan".

Räntesatser kan också återspegla *varierande risknivåer*. En organisation med en solid kreditvärdighet, såsom Europeiska investeringsbanken, kommer att kunna dra till sig sparare med mycket lägre räntor än utställare av företagsskuldebrev, s.k. riskobligationer. Länder med en hög skuldsättningsgrad måste kanske betala en högre ränta på statspapper jämfört med länder där risken för att inte kunna återbetala skulden är mindre. I själva verket har en garanti om att skulder i form av statsskuldsväxlar kommer att återbetalas på förfalldagen möjliggjort för regeringar att låna till *negativa* realräntesatser.

Inom varje enskild ekonomi kommer det därför att finnas en mängd olika räntesatser som återspeglar olika förväntningar och risker. Marknaderna för olika fysiska och finansiella tillgångar kommer att påverka varandra i takt med att sparare byter portföljer mellan likvida medel, räntebärande värdepapper, aktier, sofistikerade derivatinstrument, fastigheter, antikviteter etc. Finansiella institutioner och stora företag kommer att agera annorlunda än småsparare och småföretag.

Korta räntor

På penningmarknaderna påverkas nivåerna på "dagslåneräntorna" (upp till en vecka) och de "korta räntorna" (upp till ett år) i hög grad av de räntor som bestäms av centralbankerna.

Inom eurozonen kan Europeiska centralbankssystemet (ESCB) utnyttja sin monopolställning som penningutgivare för att fastställa ett "golv" och ett "tak" för dagslåneräntor och korta räntor (inlåningsräntan och styrräntan för utlåningsräntan), samt för att bestämma en central jämförränta ("marginal- eller reporäntan").

Centralbankerna, vars främsta uppgift– liksom Europeiska centralbanken (ECB) –är att säkerställa prisstabilitet, bestämmer nivån på de korta räntorna så att framtida inflation motverkas. Högre räntor i nuläget bör uppmuntra privatpersoner att spara snarare än att konsumera och företag att skjuta upp investeringar i anläggningstillgångar. De "neutrala" räntorna kommer att vara precis tillräckligt höga för att avvärja framtida inflation, men inte så höga att de kväver den ekonomiska tillväxten och höjer arbetslösheten.

Det finns emellertid ett antal problem med att genomföra denna teoretiska modell.

- Det politiska stödet för prisstabilitetsmålet är inte garanterat. Ett alternativt mål kan t.ex. vara att upprätthålla full sysselsättning samtidigt som räntorna hålls på en låg nivå för att främja investeringar. Det kan också vara så att de nominella räntorna ändras endast för att hålla realräntorna på en viss överenskommen nivå.
- Det är svårt, om inte omöjligt, att bestämma på vilken nivå de "neutrala" räntorna skall ligga vid en viss tidpunkt. En uppskattning av inflationsrisken är en fråga om bedömning grundat på uppgifter av varierande tillförlitlighet. ECB tillämpar en strategi som utgörs av två "pelare". Den ena pelaren är en referensnivå på 4,5 % för tillväxttakten av penningmängden M3 beräknad på årsbasis och den andra pelaren en "välgrundad utvärdering av prognoserna för prisutvecklingarna" vilken görs på grundval av en rad andra indikatorer, såsom avkastningar på obligationer, konsumentkrediter, växelkurser etc.
- Det råder osäkerhet kring den överföringsmekanism med vilken centralbankens räntor påverkar marknadsräntorna. Variationer mellan olika nationella ekonomier och regioner uppstår som ett resultat av skillnader i företagens finansieringskällor, nivån och strukturen på företagens och hushållens skulder samt graden av konkurrens inom den finansiella tjänstesektorn. Man kan inte i någon större utsträckning använda sig av tidigare erfarenheter. Det beror på att de finansiella systemen till följd av valutaunionen för närvarande befinner sig i ett övergångsskede (Lucas-kritiken).
- De nationella ekonomierna blir allt mer öppna för påverkan från de internationella finansmarknaderna. Kortsiktigt kapital kan röra sig snabbt mellan valutaområdena för att söka högre avkastning, vilket leder till störningar i den inhemska penningpolitiken. Detta kan leda till konfliktsituationer av den typ som Storbritannien ställdes inför i september 1992. En räntehöjning krävdes för att undvika en försvagning av pundet – och för att man skulle kunna hålla sig kvar inom Europeiska monetära systemets växelkursmekanism – samtidigt som lägre räntor var en nödvändighet för att undvika recession. Inom eurozonen har den jämförelsevis låga andel som handeln utgör av BNP –jämfört med de enskilda medlemsstaternas valutaområden – minskat men inte helt undanröjt denna sårbarhet.

Långa räntor

Globaliseringen av de finansiella marknaderna medför att de *reala* långa räntorna i de olika ekonomierna har en tendens att sammanstråla. De *nominella* långa räntorna återspeglar emellertid inflationsförväntningarna i de enskilda ekonomierna, vilket i sin tur är ett uttryck för den inhemska penningpolitikens trovärdighet. Förväntningarna på växelkurserna är knutna till inflationsförväntningarna, men växelkursförändringar kan även orsakas av faktorer

som inte är knutna till skillnader i inflationsnivåer. Den ekonomiska teorin på detta område har inte varit särskilt framgångsrik i sina prognoser.

Effekterna på de långa räntorna av förändringar av de korta räntorna är därför inte helt entydiga. En höjning av de korta räntorna kan leda till – eller ske samtidigt som – en höjning av de långa räntorna, men den kan även medföra att de långa räntorna sjunker om marknaderna är övertygade om att det framtida inflationsshotet har avvärjts.

Den nationella skattepolitiken har också varit en av de avgörande faktorer som påverkat nivån på de långa räntorna. När budgetunderskotten och/eller de totala statsskulderna har varit höga har behovet av att låna till löpande konsumtion och omfinansiera förfallna skulder tvingat upp de långa räntorna. Lösningen att "ta till sedelpressarna" – d.v.s. att trycka sedlar för att råda bot på akuta budgetunderskott, vilket gör att inflationen urholkar den befintliga skuldens reala värde – har lett till upplåning till ständigt högre räntor och kortare förfalldagar och slutligen till att man inte kunnat återbetala skulden. Av denna anledning kräver bestämmelserna i Maastrichtfördraget, vilka kompletterats med Stabilitets- och tillväxtpakten, balanserade budgetar över hela den ekonomiska cykeln, och förbjuder helt sedeltryckning, företräde till sparmedel eller att "lösa ut" offentliga organ som inte klarat av att återbetala sina skulder. Alla länder som deltar i eurosamarbetet har förbundit sig att minska den totala statsskulden så att den inte överstiger 60 % av BNP.

Det är inte heller helt klart i vilken utsträckning förändringar i räntenivåerna påverkar den reala ekonomin, dvs. investeringar, tillväxt, sysselsättning etc. En räntehöjning har i allmänhet negativa effekter och en räntesänkning positiva effekter på den framtida BNP-utvecklingen. Emellertid beror de slutliga effekterna på den berörda ekonomins struktur och efterfrågemönster. Färska erfarenheter från Japan visar att mycket låga räntesatser i sig inte är tillräckligt för att stimulera en avmattad ekonomi.

Erfarenheter inom eurozonen

De nominella räntorna i länderna inom eurozonen har sjunkit stadigt sedan 1994, och låg i mitten av 1999 på historiskt låga nivåer. Detta har gjort det möjligt för länder som Italien att kraftigt minska kostnaderna för återbetalningen av statsskulden. Detta har å andra sidan inte nödvändigtvis varit fallet med de reala räntorna, vilka t.ex. i Tyskland i början av 1999 med all sannolikhet var högre än de nominella.

Eurozonens penningpolitik inleddes i praktiken den 3 december 1998, när centralbankerna i de deltagande länderna gemensamt sänkte styrräntorna för utlåning till 3 %. När ansvaret officiellt lades över på ESCB bekräftades denna räntesats "för en överskådlig framtid". Under de första månaderna 1999 gav emellertid en avsevärd nedbromsning i den ekonomiska tillväxttakten och ihållande höga arbetslöshetsnivåer upphov till ökade politiska påtryckningar för att få till stånd en räntesänkning. I början av april sänktes därför styrräntan till 2,5 %. Även om M3 växte över det fastställda taket förblev inflationstrycket mycket lågt. Trots det gjorde ECB:s chef Wim Duisenberg då klart att "nu får det räcka!"

Allt eftersom månaderna gick började man i stället rikta uppmärksamheten mot eurons *externa* värde. I början av sommaren såg det ut som om euron skulle falla till paritet med dollarn och den europeiska valutan beskrevs allmänt som "svag". I juli började emellertid växelkursen återhämta sig och tecken på ökad ekonomisk tillväxt började visa sig. Mellan juli och september växte också M3 med nära 6 %, vilket fick ECB att tala om en "trend mot åtstramning" av penningpolitiken. Den 4 november höjdes styrräntan återigen till 3 %.

Hittills pekar allt på att ESCB har utfört sitt uppdrag fullt tillfredsställande. Inflationen ligger för närvarande långt under målet för prisstabilitet, dvs. 2 %. Än viktigare är att avkastningarna på obligationer tyder på förväntningar på en fortsatt låg inflation, samtidigt som den ekonomiska tillväxten fått ny fart och arbetslösheten sjunker.

Vissa frågetecken återstår emellertid vad gäller ändamålsenligheten med att ha en referensnivå för M3 på 4,5 %, den grad av integration på de finansiella marknaderna som hittills har uppnåtts (det finns fortfarande skillnader mellan de nationella jämförelsevärdena för avkastningar på obligationer) och den politik som förs rörande eurons externa värde.

Slutsatser

Integrationen av världens finansiella marknader ökar de externa faktorernas inverkan på utformningen av den nationella penningpolitiken. Till detta kommer att även om de stora centralbankerna i världen tillämpar olika metoder för penningpolitiken, finns det en bred enighet om de grundläggande målsättningarna: strävan efter prisstabilitet och stabilitet på finansmarknaderna. Detta leder till att centralbankerna genomför ränteförändringarna samtidigt även om det inte sker genom direkt samordning.

Av samma skäl har de långa räntorna en tendens att konvergera mot ett internationellt riktvärde, vars nivå bestäms av en invecklad samverkan mellan både monetära och reala faktorer, och i synnerhet av den teknologiska utvecklingstakten. Av samma skäl har de långa räntorna en tendens att konvergera mot ett internationellt riktvärde, vars nivå bestäms av en invecklad samverkan mellan både monetära och reala faktorer, och i synnerhet av den teknologiska utvecklingstakten.

Recent Economic Affairs Series Publications

These documents are all available in printed form. A number are also available on the INTERNET, through page <http://www.europarl.eu.int/dg4/wkdocs/catalog/en/catecon.htm>

Improving cross-border payments in the euro area

(ECON 123, August 2000, En, Fr, De)

Strategies for the EU Economy

(ECON 122, April 2000, En, Fr, De)

Consumer protection aspects of the UCITS amending directives of 17 July 1998

(ECON 121, November 1999, En, Fr, De)

Exchange Rates and Monetary Policy

(ECON 120, August 2000, En, Fr, De)

The Functioning and Supervision of International Financial Institutions

(ECON 118, March 2000, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

EMU and Enlargement: a review of policy issues

(ECON 117, January 2000, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

The Determination of Interest Rates

(ECON 116, December 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Options for the Exchange Rate Management of the ECB

(ECON 115, October 1999, En, Fr, De)

The Euro as 'Parallel Currency', 1999-2002

(ECON 114, September 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Public and Private Investment in the European Union

(ECON 113, May 1999, En, Fr, De)

The Monetary Policy of the ECB under Treaty Article 105

(ECON 112, May 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Labour Costs and Wage Policy within EMU

(ECON 111, April 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Monetary Policy Transmission in the Euro Area

(ECON 110, April 1999, En, summary/conclusions in all languages)

Forecasting budgetary deficits

(ECON 109, April 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

The Feasibility of an International 'Tobin Tax'

(ECON 107, March 1999, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Prudential Supervision in the Context of EMU

(ECON 102, rev. March 1999, En, Fr, De, summary in all languages)

EMU: Relations between 'ins' and 'outs'

(ECON 106, October 1998, En, summary/conclusions in all languages)

Tax Competition in the European Union

(ECON 105, October 1998, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

Adjustment to Asymmetric Shocks

(ECON 104, September 1998, En, Fr, De)

The Social Consequences Changes in VAT

(ECON 103, April 1998, En, Fr, De, summary/conclusions in all languages)

The International Role of the Euro

(ECON 101, March 1998 En, Fr, De, summary in all languages)

The Social and Economic Consequences of Abolishing “Duty Free” within the EU

(W 30, October 1997, En, Fr, De, summary in all languages)