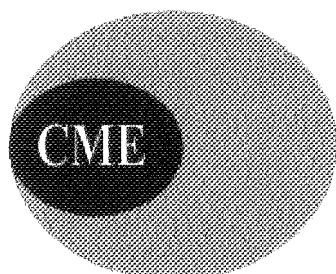


Working Paper Series 4/98

Euroen og den norske kronens skjebne

Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI/CME

Handelshøyskolen BI
Hovedbiblioteket
24 NOV. 2000



Centre for Monetary Economics

SERIE / HANDE

EUROEN OG DEN NORSKE KRONENS SKJEBNE

AV

ARNE JON ISACHSEN

1. Innledning
2. Norsk valutapolitikk i 1990-årene
3. Arbeidsdelingen - som ikke holdt
4. Kontroll med kapitalbevegelsene?
5. Kort om ØMU
6. Alternativene
7. Den vanskelige valutakursen
8. Euro og oljefond
9. Nærmere om binding til euro

November 1998
Kommentarer er velkomne

EUROEN OG DEN NORSKE KRONENS SKJEBNE

"Economics has become so complex in style and uninteresting in subject matter that I have stopped reading economics, apart from such non-technical journals as The Economist and Challenge" (Professor emeritus Tibor Scitovsky, Stanford University, i brev av 8. september 1998).

1. Innledning

Ved årsskiftet blir ecuen erstattet av euroen. En ny og selvstendig pengeenhet oppstår - en hybrid kurv bestående av elleve valutaer forsvinner.¹ At et stort antall land frivillig gir slipp på egen valuta til fordel for en felles valuta, har ingen historisk parallell.

For de elleve EU-landene som går sammen om euroen i ØMU (Økonomisk og monetær union), er prosjektet felles mynt meget spennende. Men også for utenforlandet Norge har ØMU konsekvenser; økonomisk så vel som politisk.

Etablering av felles mynt kan sees som en naturlig konsekvens av to ønsker: Fri flyt av kapital innen EU og fravær av ustabile valutakurser EU-landene imellom. Men ØMU kan også få konsekvenser på andre områder. Vil felles mynt bane veien for politisk integrasjon? Eller vil fravær av egen valuta skape regional spenninger som trekker i motsatt retning?

Når verden omkring oss endres, gjør alternativene i valutapolitikken det også. Vil en helt fast og troverdig binding av kronen til euro kunne fortone seg interessant, om ikke så altfor mange år? Og er det en sammenheng mellom det valutapolitiske regime vi velger, og vår mulighet til å holde på industriarbeidsplasser i en periode der oljepenger velter inn over landet?

2. Norsk valutapolitikk i 1990-årene

Den 1. juli 1990 kunne man opprette konto i norsk bank, i amerikanske dollar, og fritt flytte penger mellom krone- og dollarkonti, til den til enhver tid gjeldende valutakurs. Mer generelt, restriksjoner på kapitalbevegelser ut og inn av Norge forsvant.

¹ De elleve valutaene som idag ligger i ecuen, er ikke helt sammenfallende med de elleve landene som inngår i den Økonomiske og monetære unionen (ØMU). Danmark, Storbritannia og Hellas har sine mynter i ecu-kurven, men går ikke med i den monetære unionen. For Luxembourg, Finland og Østerrike er bildet motsatt: Disse landene blir med på ØMU men har ingen andel av ecu.

I oktober samme år lot vi kronen skifte ankerfeste; fra en binding til en selvkomponert kurv av valutaer til en kurv andre hadde laget, nemlig ecu. Kursen ble fastsatt til 7,994 NOK/Ecu, med bibehold av svingningsmarginer på pluss/minus 2,25%.

Begge de nevnte tiltakene kan sees i lys av myndighetenes ønske, på den tiden, om medlemskap i EU.

Etter danskenes Nei til Maastricht-avtalen i juni 1992, ble det mye uro i de europeiske kapitalmarkedene. I september forlot Italia og Storbritannia fastkurssamarbeidet (ERM), mens Spania og Portugal måtte skrive ned sine valutaer. Den svenske kronen slapp sitt ensidige tak i ecuen i november og den norske kronen sitt i desember.

Overgangen fra fast til flytende kronekurs førte umiddelbart til en depresiering på fem-seks prosent. Etter et par måneder innså markedsaktørene at norsk økonomi var i god form, og ecu-indeksen² stabiliserte seg på et nivå rundt 104.

I Revidert nasjonalbudsjett, som kom i mai 1994, ble nye retningslinjer for valutapolitikken nedfelt. Valutakursen skulle holdes stabil (ikke fast) mot europeiske valutaer, dog uten bindende svingningsmarginer. Dersom presset ble for stort, skulle man tillate kursen å gi etter, for i neste omgang å innrette virkemiddelbruken med sikte på at kursen etter hvert skulle bringes tilbake til "utgangsleiet".³

Disse retningslinjene hadde blitt fulgt gjennom 1993, og skapte heller ikke problem i de nærmeste par etterfølgende årene. Sammenlignet med andre land hadde Norge i perioden 1992-1996 en bemerkelsesverdig stabil valutakurs.

På høstparten 1996 økte kronens internasjonale popularitet. For å dempe etterspørselen etter fordringer i norsk valuta, for på den måten å unngå en appresiering av kronen, satte Norges Bank ned sine signalrenter, i perioden november 1996-januar 1997, i flere runder, og med tilsammen 1,25 prosentpoeng, se figur 1. Markedet ble også tilført kroner, ved at sentralbanken kjøpte utenlandsk valuta for egen.

Figur 1: Ecu-indeks og tre måneders NIBOR, for perioden november 1996-oktober 1998

I januar 1997 var det stopp. Norges Bank stanset sine

² En ecu-indeks på 100 tilsvarer en pris på 7,994 kroner pr. ecu. Når indeksen går fra 100 til 104, innebærer det at prisen på ecu stiger med fire prosent, fra 7,994 kroner til 8,314 kroner.

³ På Sosialøkonomenes årlige valutakonferanse i januar på Gausdal høyfjellshotell presiserte visesentralbanksjef Jarle Berge i 1997 at utgangsleiet innebar en ecu-indeks mellom 103 og 105.

intervensjoner i valutamarkedet og kronen styrket seg kjapt med fem-seks prosent. I løpet av det neste halve året bragte markedet kronen tilbake til utgangsløyet. Så langt hadde regimet virket etter hensikten.

På sensommeren 1997 var det en klar tendens til ny styrking av kronen. Denne tendensen snudde fort. Med Bondevik som regjeringssjef for en mindretallsregjering av tre små partier økte frykten for at de offentlige utgiftene ville bli større enn hva et stramt arbeidsmarked tåler. Utover høsten og vinteren svekket kronen seg. Synkende oljepris trakk i samme retning. Med et tariffoppgjør våren 1998 som gav seks prosent i lønnsøkning, ble frykten for tiltakende inflasjon forsterket, dvs. for en erodering av den norske kronens kjøpekraft. Markedet reagerte ved i økende grad å bytte verdipapirer i kroner med verdipapirer i annen valuta.

For å gjøre fordringer i kroner mer attraktive satte Norges Bank i perioden mars-august 1998 opp sine signalrenter seks ganger, og med tilsammen 4,50 prosentpoeng. Men markedet lystret ikke signalene. I en pressmelding 24. august, etter en siste renteøkning på ett prosentpoeng, er virkemidlene (dvs. de korte rentene) etter Norges Banks mening innrettet med sikte på "... at valutakursen etter hvert vil bringes tilbake til utgangsløyet". Vil den det?

3. Arbeidsdelingen - som ikke holdt

Fra tidlig på 1990-tallet utviklet det seg i Norge en spesiell arbeidsdeling i den økonomiske stabiliseringspolitikken, bestående av tre elementer:

1. Pengepolitikken skal, som vi har sett, ta sikte på å holde valutakursen stabil
2. Inntektspolitikken, dvs. lønnsoppgjøret mellom i første rekke LO og NHO, skal sikre konkurranseevnen, gjennom lave nominelle tillegg
3. Finanspolitikken skal regulere den samlede etterspørselen, dvs. være ekspansiv i nedgangstider og kontraktiv i oppgangstider.

Som en betingelse for det inntektspolitiske samarbeidet med myndighetene (2), gjerne kalt Solidaritetslinjen, krevde LO og NHO at Norges Bank passivt skulle tilpasse renten til hva en stabilisering av valutakursen tilsa (1). En stabil valutakurs ble sett på som en forutsetning for at partene i arbeidslivet skulle få kontroll på konkurranseevnen. For Regjering og Storting ble den stabiliseringspolitiske utfordringen å tilpasse offentlige inntekter og utgifter på en slik måte at temperaturen i økonomien ble passe høy (3).

I årene frem til 1996 fungerte dette skjema overraskende bra. I hovedsak skyldtes dette en fast ledelse, både av regjering

og av fagbevegelse, og i utgangspunktet en høy arbeidsløshet som en vellykket økonomisk politikk sørget for ble gradvis redusert.

Men som vi så i avsnittet over; høsten 1997 sprekker skjemaet. Når en ny regjering lover kontantstøtte snarere enn innstramminger (3), og når lav arbeidsledighet gir store lønnsøkninger (2), da har markedet all grunn til å forvente raskere prisstigning. Det gir incitament til flytting av penger; ut av norske kroner og over i annen valuta. Når element (2) og (3) i stabiliseringspolitikken svikter, sørger frie kapitalbevegelser for at også element (1) gjør det.

LOs og NHOs krav om at renten ikke skulle brukes for å stabilisere den samlede etterspørselen i økonomien, men bare for å holde valutakursen stabil, har ikke blitt innfridd. Det kan LO og NHO være glade for. Hvorfor? Fordi utviklingen gjennom 1998 har skapt større rom for industri og annen konkurranseutsatt virksomhet, dvs. for de næringer der LO og NHO har hovedtyngden av sine medlemmer, enn det det lå an til ved inngangen av året.

Tre, gjensidig forsterkende, mekanismer har vært i virksomhet:

- a) en depresierte krone
- b) et høyere rentenivå
- c) og en markant omlegning av finanspolitikken

En svekket krone (a) bedrer konkurranseevnen direkte. Men i en situasjon med lite ledig kapasitet i økonomien, blir det lett betydelige inflasjonsvirkninger av en depresierte valuta. Imidlertid vil en klart høyere rente (b) virke dempende på aggregert etterspørsel. I samme retning trekker kraftige innstramminger i finanspolitikken (c). Det rom for vekst i konkurranseutsatt sektor, som en svakere krone gir, lar seg lettere fremskaffe ved de kontraktive virkninger som rente- og finanspolitikken nå (oktober 1998) har.

LO og NHO har, i hvert fall i det korte løp, all grunn til å være fornøyde med finansmarkedenes "disiplinering" av politikerne. Mens høsten 1997 var tiden for de store løfter, er høsten 1998 tiden for gjenskapning av tillit. Politikerne overgår hverandre i å bedyre viktigheten av solide innstramminger i de statlige budsjettene. Norges Bank har anslått at 15 milliarder kroner er passende, tilsvarende en og en halv prosent av verdiskapningen i landet. Om så skjer vil renten, etter sentralbankens vurdering, falle med et par prosentpoeng og kronen styrke seg tilbake til "utgangsleiet".

En utvikling i tråd med Norges Banks anslag innebærer at LO og NHO får en varig gevinst av rente- og valutauroen gjennom 1998; en innstramning i offentlig budsjetter på 10 milliarder kroner gir et betydelig utvidet rom for virksomheten i konkurranseutsatt sektor.

Erfaringene gjennom 1998 viser at LO og NHO har vært tjent med

at myndighetene gav opp sitt mål om å holde valutakursen fast. På den bakgrunn synes kravet om en stabil valutakurs, som forusetting for et inntektspolitisk samarbeid, noe malplassert. Et annet spørsmål er om markedets disiplinering av politikerne, gjennom frie kapitalbevegelser, er en ordning vi på sikt liker.

4. Kontroll med kapitalbevegelsene?

I Hongkong i september 1997, ved IMF's årlige høstmøte, anbefalte Interim Committee at Pengefondets mandat også skulle omfatte liberalisering av kapitalbevegelser. Sett i lys av Asia-krisen, som da var i emning, fortøner tidspunktet for dette forslaget seg noe upassende.

Her på berget har LO, både ved sjefen og ved sjefsøkonomen, nylig godt ut med sterke synspunkter på temaet. Fri flytting av penger over landegrensene er tidvis en uting og bringes under bedre kontroll, mener de.

Det vanligste argumentet for fri kapitalbevegelser er at de mest lønnsomme investeringer, sett på global basis, dermed blir finansiert. Det betyr en optimal allokering av verdens sparemidler. Et annet argument er at kapitalbevegelser over landegrensene ikke lar seg kontrollere. Da er det like greit å la dem bli frie.

Det første argumentet svekkes av teorien om "second best"; dersom det er imperfeksjoner i ett marked, kan det være hensiktsmessig også med imperfeksjoner i andre. Når land som er rike på arbeidskraft beskytter kapitalintensiv produksjon, vil fri flyt av kapital kunne føre til en for lite arbeidskraftintensiv produksjon i slike land. Verdens ressurser blir ikke utnyttet på best mulig vis.

Videre vil internasjonale forskjeller i marginalsatt på inntekt fra kapital virke motiverende på hvor pengene finner veien. Når pengeplasseringer i stor grad er skattemotiverte, vil de neppe føre til en god samfunnsmessig allokering av kapitalen. Tallene viser at renteinntekter mottatt fra utlandet, sett for alle land under ett, er betydelig mindre enn summen av renteutgifter betalt til utlandet (Cooper 1998). Det tyder på at plassering av midler over landegrensene i stor grad blir unndratt beskatning.

Hvorvidt land som har frie kapitalbevegelser, kan vise til en bedre økonomisk utvikling enn andre land, er et empirisk spørsmål. I en fersk studie har professor Dani Rodrik beregnet en indikator for kapitalbevegeligheten for nærmere hundre land. Denne indikatoren er sammenholdt med tall for økonomisk vekst pr. innbygger og for prisstabilitet. Konklusjonen er grei: "The benefits of removing capital controls, however,

remains to be demonstrated" (Rodrik 1998, s. 64).⁴

Det kanskje viktigste argumentet mot frie kapitalbevegelser er konsekvensene denne friheten tidvis får for ulike lands evne til å føre en passende stabiliseringspolitikk. Aktørene i finansmarkedene, som prøver å få best mulig avkastning på midlene de forvalter, uten samtidig å miste jobben, vil tidvis gå i flokk. Det er tryggere enn å gå alene. Men når flokken først buldrer avsted i én retning, for så, uten at det er noen åpenbar grunn hertil, skifter over i annen retning, da kan virkningene på renter og valutakurs gjøre oppgaven med å sikre en stabil økonomisk utvikling unødig vanskelig.

Asia-krisen startet med at private kapitalforvaltere trakk store beløp ut av Thailand. Mange hevdet at finansmarkedene dermed sendte et nyttig signal til myndighetene; kredittveksten, med tilhørende prisstigning på fast eiendom, var ikke holdbar. Det var heller ikke bindingen av thailandske baht til amerikansk dollar. Anta at disse argumentene har mye for seg, hvordan skal man da forstå finansmarkedenes adferd i 1995 og 1996, da store mengder utenlandsk kapital strømmet inn til landet? Professor Richard Cooper svarer slik:

"The large inflow followed by the large outflow cannot both have been a socially useful signal, and it is possible that neither was" (Cooper 1998, s. 15).

Det er en misforståelse å tro at alle konflikter lar seg løse, skal tidligere forbundskansler i Vest-Tyskland, Willy Brandt, ha uttalt. Hva med problemet vi her antyder, nemlig frie kapitalbevegelers tendens til å kjøre over et lands rente- og valutapolitikk og på den måten umuliggjøre en passende stabiliseringspolitikk, lar det seg løse? Sagt på annen måte, lar kapitalbevegelser over landegrensene seg overhodet kontrollere?

Innledningsvis minner vi om at kontroll kan være av stor nytte selv om den langt fra er perfekt. Bare en brøkdel av dem som kjører bil i påvirket tilstand, blir kontrollert. Men uten slik kontroll langs veiene ville fyllekjøring vært et adskillig større problem.

Spørsmålet om egnet kontroll på flytting av penger mellom valutaer er omfattende. Myndighetenes ønsker primært å dempe korte flyttinger av svære penger. Mer langsiktige plasseringer, gjerne i form av investeringer i realkapital, er det lite ønske om å begrense. Videre er det trolig bedre med et markedsbasert reguleringssystem enn et detaljert regelverk der byråkrater får rik anledning til å utøve skjønn.

⁴ Gitt at man her skulle forvente et element av "reverse causation", dvs. at lavere inflasjon og raskere økonomisk vekst i seg selv ville bevirke større åpenhet for kapitalbevegelser, er Rodriks resultat overraskende (Rodrik 1998, s. 62).

I debatten om kontroll med kapitalbevegelser har den såkalte Tobin-tax stått sentralt. Tanken er å legge en liten avgift på kjøp og salg av andre lands penger. En slik avgift vil kunne dempe kortsiktig spekulasjon, uten særlig virkning på mer langsiktige plasseringer.

Et annet forslag, som ikke bare finnes på tegnebrettet, er å legge reservekrav på inngående kapitalbevegelser, slik Chile har gjort siden 1991. For tiden må 30 prosent av kapitalinngang fra utlandet båndlegges for ett år i sentralbanken, til null prosent rente. Dette gjelder selv om pengene tas ut av landet tidligere.⁵ Resultatet er en degressiv skatt på plasseringer i Chile, i betydningen av at dess lengre pengene holdes i landet, dess lavere blir skatten.⁶ Denne ordningen gjør at Chile får en noe større frihet i sin rentepolitikk, og at kortsiktig kapital ikke så lett strømmer inn over landet.

Anta at vi også her i landet hadde iverksatt en slik ordning for en ti-års tid siden, hva ville det ha betydd for norsk rente- og valutapolitikk? For det første ville valutabeholdningen økt, når kronen ble særlig populær, som i månedene rundt årsskiftet 1996/97. Hvis det ikke betales renter på reserver som utlendinger måtte deponere i Norges Bank ved kjøp av kronefordringer, ville overskuddene i Norges Bank blitt større. Skattleggingen av utenlandsk valuta som reservekrav innebærer, ville imidlertid dempet denne innstrømningen. Presset for en lavere rente hadde blitt mindre. En uønsket rentenedgang, som ble på tilsammen 1,25 prosentpoeng, kunne kanskje vært unngått. Det ville ha betydd en bedre stabiliseringspolitikk fra Norges Banks side.

Fra våren 1998 har presset mot kronen vært i motsatt retning; finansmarkedenes tillit til vår økonomi har vært sviktende. Med reservekrav à la Chile, ville utlendingers beholdning av kronefordringer i utgangspunktet vært mindre. Men selv om spekulantene ikke selv har kroner å selge, for på den måten å øve press på vår valuta, finnes det ulike finansielle instrumenter som kan tas i bruk. Det enkleste er å selge kroner på terminmarkedet.

Hvorvidt renteøkninger på tilsammen 4,50 prosentpoeng i perioden april-august 1998 kunne vært unngått, kan vi ikke ha sikker kunnskap om. Men dersom et egnet system som gav noe

⁵ Sentralbanksjefen i Chile, Carlos Massad, beskriver ordningen i Princeton Essays in International Finance, No. 207, May 1998. I denne publikasjonen, som heter "Should the IMF pursue capital-account convertibility?", finnes et halvt dusin andre interessante bidrag, bl. a. av professorene Richard Cooper, Dani Rodrik og Rudiger Dornbusch.

⁶ Vi tilbyr en illustrasjon. Med 6% i alternativavkastning, fører 30% reservekrav, som du ikke får renter på, til en annualisert kostnad på 1,8%. Om du tar ut midlene etter tre måneder, blir den annualiserte kostnaden over 7%, dvs. fire ganger så høy. Om tidshorisonten bare er én måned, gir det en kostnad, regnet som årlig rente, på godt over 21%.

kontroll med kapitalbevegelsene, hadde vært på plass, er det trolig at situasjonen hadde vært noe enklere å håndtere. Med reservekrav på innstrømming av kapital ville den prosykliske rentenedgangen (og likviditetstilførselen) vinteren 1997 vært mindre. Det hadde dempet presset i vår økonomi og gitt større tillit til den våren 1998. Dessuten ville Norges Bank, med rentefri deponering av utenlandsk valuta, hatt større overskudd. Det øker sentralbankens evne til å bære tap, som eventuelt kunne følge av intervensjoner i valutamarkedet. Bedre evne gir større troverdighet. Det kan i sin tur dempe markedsaktørenes appetitt på å "kjøre" kronen.

Men om myndighetene ikke har noen bedre forståelse av økonomiens virkemåte enn markedet, er det da noen grunn til å begrense kapitalbevegelsene? Ja, sier professor Richard Cooper. Siden mange av aktørene i finansmarkedene utelukkende er opptatt av det korte løp, uten omtanke for holdbarheten av det internasjonale pengesystem som sådan, er det rimelig å legge begrensninger på deres adferd. "The argument for liberalization of international capital movements needs to be made, not assumed", er hans konklusjon (Cooper 1998, s. 17).

5. Kort om ØMU

For bare et par år siden var hverken ønsket om eller troen på at euroen skulle erstatte elleve europeiske valutaer 1. januar 1999 særlig stor. Nå er bildet snudd. Euroen kommer, og er langt på vei velkommen.

Som diskutert ovenfor, og som erfart i EU gjentatte ganger, blir endringer i valutakurser tidvis presset frem av aktørene i markedet. Det er prisen man må betale for frie kapitalbevegelser. Store endringer i valutakurser kan i sin tur skape konflikter. Land som får sin konkurransevne kraftig forverret gjennom en appresierende valuta, kan fristes til proteksjonistiske tiltak. Men også land som i første omgang bedrer sin konkurransevne, gjennom en svekket valuta, kan få vanskeligheter. En akkomoderende pengepolitikk, som nedskrivningen av valutaen åpner for, kan bidra til høyere inflasjon. Det kan skape inntrykk av at nedskrivningen var på sin plass, når den ikke var det.

En måte å unngå problemer med en ustyrlig valutakurs på, er å kvitte seg med valutaen. Når Italia og Frankrike har samme valuta, kan konkurransevnen for Italia bare bedres gjennom lavere kostnadsvekst og ikke gjennom en devaluert lire. Amerikanerne ville vel si at felles mynt "levels the playing field".

Sammenfatningsvis fremstår felles mynt i Europa som den logiske konsekvensen av to andre forhold; ønsket om frie kapitalbevegelser og behovet for stabile valutakurser innen området.

Når devaluering går av menyen som virkemiddel i den økonomiske

politikken for det enkelte land, hvordan vil dette virke på økonomien forøvrig? Vil det at konkurranseevnen ikke lengre kan bedres ved en nedskrivning av valutaen, føre til at aktørene i arbeidsmarkedet viser større moderasjon og fleksibilitet? Kanskje ulike bonusordninger, som gjør at arbeidstakerne får sitt i gode tider samtidig som de er med å bære byrdene i dårlige tider, får økt utbredelse?

Eller vil synliggjøringen av lønnsforskjeller som betaling i samme mynt fører til, skape uro i land der produktivitet og lønnsnivå er lavere? Rent konkret, om en arbeider ved en tysk bilfabrikk i Spania tjener to tredjedeler av hva han som gjør sammen jobben i den tyske fabrikk, hvordan vil det virke inn på lønnskravene ved den spanske?

Prosjektet felles mynt i Europa er enestående. Aldri tidligere har et titalls land i fellesskap arbeidet frem en forståelse for ønskeligheten av å gi slipp på sin egen valuta. Et viktig nasjonalt symbol forsvinner. Vil det at franskmenn, tyskere og italienere m.v. har felles mynt over tid gi en sterkere følelse av fellesskap? Og vil denne følelsen kunne bli så sterk at Helmut Kohls visjon om en politisk union blir til virkelighet?

Professor Martin Feldstein, som en periode var leder for president Reagans Council of Economic Advisors, mener at forventningene til ØMU ikke er konsistente. Franskmennene ser etablering av felles mynt som en måte å øke sin innflytelse i Europa på; de blir "co-managers" sammen med Tyskland. Men tyskerne, antyder professor Feldstein, med østlige länder tatt opp i Forbundsrepublikken, med sin store økonomiske tyngde og med sin sentrale plassering i et Europa som får økende interesser østover, vil finne det naturlig å innta en lederrolle. Når begge land støttet ØMU, men ut fra ulike forventninger til virkemåten, kan det lett bli uenighet og konflikter når spriket i forventninger avdekkes.

Et annet forhold som også kan skape grobunn for konflikter, er tap av virkemidler i stabiliseringspolitikken. Problemer som tidligere et stykke på vei lot seg løse gjennom passende regulering av renter og valutakurser, vil kunne skape spenninger som ikke så lett lar seg håndtere. Det gir økte friksjoner innen EU. Muligheten for at den europeiske union slår store sprekker, og kanskje til syvende og sist blir oppløst, kan man, etter Feldsteins mening, ikke se bort fra.⁷

Poenget med disse, noe løse, betraktningene er å anmode leseren om en beredskap på at ØMU kan ha konsekvenser utover

⁷ President Reagans sjefsrådgiver i økonomiske spørsmål synes utsiktene for euro er lite lystelige: "Instead of increasing intra-European harmony and global peace, the shift to EMU and the political integration that would follow it would be more likely to lead to increased conflicts within Europe and between Europe and the United States" (Feldstein 1997, s. 61).

de rent økonomiske. For ytterligere å øke denne beredskapen tar vi sjansen på å presentere et kontrafaktuelt eksperiment. Vi tenker oss følgende: I stedet for i 1816 å etablere én sentralbank for landet vårt, Norges Bank, ble det etablert tre, hver med sin valuta; daler på Østlandet, kroner på Vestlandet og mark i Nord-Norge. Begrunnelsen var grei; med uensartet næringsliv forutså politikerne den gang Robert Mundells klassiske artikkel av 1961, om teorien for optimale valutaområder, der regioner er analyseenheten og ikke land.

Anta videre at daler, mark og kroner oppførte seg omtrent slik de nordiske lands valutaer har gjort fra den tid av. Mot slutten av forrige århundre gikk de alle tre inn i Den skandinaviske myntunionen, som var basert på gullstandarden. Etter første verdenskrig fløt valutaene. En tilbakevending til gullstandarden mot slutten av 1920-årene, var mislykket. Etter den andre verdenskrigs slutt ble alle tre valutaene med på fastkurssamarbeidet fra Bretton Woods. Da dette systemet brøt sammen tidlig på 1970-tallet, valgte de tre regionene i landet noe ulike valutapolitiske ordninger, samtidig som man prøvde å koordinere penge- og valutapolitikken. Suksessen var blandet.

Så kommer vi til kjernen: Med en valutapolitisk utvikling som her skissert, hvordan ville norsk distriktspolitikk i dag ha sett ut?

Vår gjetning er at med en slik valutapolitikk ville adskillig mindre midler ha latt seg overføre distrikter imellom. Hver region sin valuta kunne, over tid, ha gitt større regionale motsetninger. Folk i Norge hadde i noe større grad kjent seg som østlendinger, vestlendinger og nordlendinger henholdsvis, og i noe mindre grad kjent seg som nordmenn.

Anvendt på EU og ØMU illustrerer dette tankeeksperimentet, snudd på hodet, at integrasjon på det monetære området over tid vil kunne føre til nærmere samarbeid også på det finanspolitiske.⁸ Vil ØMU etter hvert resultere i at EU sentralt får større midler å råde over, midler som kan brukes motkonjunkturtelt i land og regioner som har behov for det? Vil den samme valutaen over ulike land ha symbolvirkninger som over tid gjør at innbyggerne i større grad føler seg som EU-borgere? Og vil denne følelsen etter hvert gi en utvidelse av mulighetsområdet for den økonomiske politikken?

I dette avsnittet har vi luftet muligheten for at felles mynt kan føre til økt lønnsfleksibilitet og til større finanspolitiske overføringer mellom land. Nettopp fravær av et omstillingsdyktig arbeidsmarked og av "fiscal federalism" på EU-nivå har blitt anført som de viktigste ankepunktene mot ØMU. Men er her et årsaks- og virkningsforhold som går i motsatt retning? Kan det tenkes at lønnsdannelsen og finanspolitikken i noe større grad bør vurderes endogent, dvs.

⁸ Vi må skuffe lesere som ventet at tankeeksperimentet skulle gi svar på spørsmålet om distriktspolitikk som sådan har vært god eller dårlig.

at de tilpasser seg det eksogent gitte monetære systemet? I så fall kan utsiktene for prosjektet felles mynt i Europa se mer lystelig ut enn hva amerikanske økonomer som professor Martin Feldstein forespeiler oss.

6. Alternativene

La oss se nærmere på fire alternativer for norsk valutapolitikk:

- Regime A: Dagens ordning, med stabil valutakurs
- Regime B: Overgang til prisnorm, som Sverige
- Regime C: Prisnorm med kontroll på kapitalbevegelsene
- Regime D: Helt fast binding til euro

I skissen i tabell 1 har vi gitt vår subjektive vurdering av myndighetenes evne til å styre de aktuelle variable under de ulike regimer. Dersom myndighetene har full frihet til å endre renter- og valutakurs, skriver vi fem i den aktuelle ruten. Om mulighetene til styring er helt fraværende, skriver vi null.

Bemerk at her ikke er noen fem-tall i tabellen; myndighetene har enten gitt fra seg makt eller må dele den med markedet.

Tabell 1: Skisse over alternativene for norsk penge- og valutapolitikk

	A Stabil val.kurs	B Prisnorm	C Prisnorm m/kap.kontr.	D Euro
Kan norske myndigheter fritt bestemme:				
Endring i rente?	1	3	4	0
Endring i valutakurs?	0	1	2	0
Reell valutakurs på lang sikt?	3	3	4	?

Ved dagens regime A har de pengepolitiske myndighetene minimal frihet i rentefastsettelsen; den må tilpasses hensynet til en stabil valutakurs. Eller som nå (oktober 1998); være innrettet

med sikte på å bringe kursen tilbake til utgangsløiet.⁹ Vi setter et ett-tall i første linje.

Valutakursen (linje to) skal holdes fast. Noen selvstendig politikk for endring i denne er utelukket. Null i andre linje.

Hva gjelder den reelle valutakursen på lang sikt (linje tre), vil denne i hovedsak være bestemt av størrelsen på offentlig sektor. Gitt at vi over tid i rimelig grad lykkes med å holde full sysselsetting, vil konkurranseevnen for norsk økonomi, som den reelle valutakursen er et egnet mål på, måtte tilpasse seg slik at rommet for offentlig sektor blir passe stort.

Et tre-tall i nederste linje betyr at myndighetene har god evne til å påvirke størrelsen på offentlig sektor på lang sikt, og dermed den reelle valutakursen. Men full kontroll er det ikke snakk om. Som vi så i avsnitt 3, dagens valutapolitiske regime gir aktørene i finansmarkedene gode muligheter til å svinge piskan over "uansvarlige" politikere.

I Sverige har pengepolitikken som siktemål å holde den årlige prisstigningstakten mellom én og tre prosent. Det er et regime av type B. Ved et slikt regime gjenvinner de pengepolitiske myndighetene i landet kontrollen over renten, som i stor grad kan bestemmes ut fra hensynet til innenlandsk etterspørsel. Men ikke fullt ut. I små åpne økonomier, som de skandinaviske, vil forventede virkninger av renteendringer på valutakursen alltid måtte spille inn. Derfor et tre-tall i første linje. Og derfor et ett-tall i andre linje.

I de siste par år har vår sentralbank flere ganger kastet kortene og latt markedet bestemme valutakursen. Betyr det at vi allerede er i bevegelse fra regime A til regime B? En sammenligning av svingningene for norske, svenske og danske kroner kan kanskje kaste lys over dette spørsmålet.

⁹ Vi tillater oss en spekulativ fotnote her. Danmark, med klart mindre valutaeserver enn Norge, har brukt 65 mrd. kr til støttekjøp av sin krone hittil (oktober) i 1998, vi så godt som intet til støttekjøp av vår. Hva kan denne forskjellen i adferd skyldes? Vi kan tenke oss tre forhold. For det første, som medlem av EU og ERM har Danmark tradisjon for vellykkete intervensjoner i valutamarkedet. Norge har tradisjon for å gi seg. Det kan gjøre at spekulantene ville kjøre hardere mot NOK enn mot DKK, om kampen for NOK, gjennom betydelige intervensjoner, skulle trappes opp. For det andre, det at vår sentralbanksjef går over i pensjonistenes rekke til nyttår, kan det gjøre ham noe mindre villig til å intervensjonere kraftig? Det vil ikke være noen hyggelig sortie om slik intervensjon ikke lykkes, og et større tap må bokføres det siste året han er sjef. På den annen side, som utgående sentralbanksjef, uten tanker om å skulle bli gjenoppnevnt, kan han bruke renten mer og valutaintervensjoner mindre enn det politikerne liker. Det tredje forholdet vi faller i tanker om, har med preferansene til dem som jobber i Norges Bank å gjøre. En overgang fra kursmål til prismål, som utviklingen nå går i retning av, vil gi større pengepolitisk frihet og ansvar for Norges Bank. Aktivt å gå imot denne trenden kan sentralbankens folk ha liten interesse av.

Figur 2: NOK, SEK og DKK mot ECU, for perioden januar 1993-oktober 1998

Figur 3: NOK, SEK og DKK mot ECU for perioden mai 1996-oktober 1998

AV figur 2 ser vi at den gode stabiliteten for norske kroner mot ecu i første del av perioden, frem til høsten 1996, avløses av en periode med langt større svingninger i valutakursen. Figur 3 gir et nærbilde. Om vi regner på kurvene, får vi bekreftet det visuelle inntrykket; de siste par årene har NOK hatt samme volatilitet som SEK, målt med standardavvik mot ECU. Danske kroner, derimot, har holdt seg helt stabil mot ecu i hele perioden.

Formelt sett er NOK og SEK underlagt hvert sitt pengepolitiske regime; A og B i skissen over. NOK og DKK derimot har begge som siktemål en stabil kurs mot ecu. Men er realiteten en annen; nemlig at norsk valutapolitikk er mer lik svensk enn den er dansk? Sagt med andre ord, er vi på vei fra valutakurs-til inflasjonsstyring? Er det bare et tidsspørsmål før vi får nye retningslinjer som stadfester dette?¹⁰

Det ligger i sakens natur at de som bestemmer slikt, ikke kan snakke om det. Som en direktør i en sentralbank en gang sa: "Vi har den valutapolitikken vi har inntil vi har en annen."

Om vi ønsker mer makt til de politisk valgte myndighetene og mindre makt til markedet, vil en form for kontroll på kapitalbevegelsene være aktuelt. Om Norges Bank gis som oppgave å holde den årlige prisstigningstakten rundt to prosent, samtidig som en ordning med reservekrav for innstrømming av kapital iverksettes, har vi et regime av type C. I tabell 1 markeres overføring av makt fra marked til politikere med at to tre-tall er blitt til to fire-tall, og et ett-tall til et to-tall.

Det siste alternativet som er listet opp i tabell 1, heter Euro. Om vi binder kronen helt fast til euro, og også tillater denne mynten som betalingsmiddel i Norge, har vi et regime av type D. Det innebærer at valutakursen forsvinner, og at renten helt ut bestemmes i Frankfurt av ESB. Det blir to nuller i tabell 1. I hvilken grad et slikt regime gir myndighetene kontroll på inflasjonen, og derigjennom på konkurranseevnen, er et spørsmål vi tar opp i avsnitt 8.

Den erfaring som Norge nå er i ferd med å gjøre, nemlig at en stabil valutakurs ikke er forenlig med frie kapitalbevegelser,

¹⁰ For en nærmere redegjørelse for hvordan regime B kan erstatte regime A, se Skånland (1998).

er ikke egnet til å overraske. Land etter land har gjort tilsvarende erfaringer. Resultatet er økende bruk av prisnorm snarere enn valutainntjenende som pengepolitisk ankerfeste.

På noe lengre sikt kan man imidlertid stille spørsmålstegn også ved holdbarheten av regime B. Trengte man ikke bare snau 100 mill. kr for å kjøre norske kroner et poeng eller to mot ecu-indeksen i august 1998? Med så tynne markeder, og med store potensielt flyttbare private midler, konkluderer Richard Cooper med at;

"... except in large and diversified countries with well-developed and sophisticated financial markets, free movements of capital and floating exchange rates are basically incompatible." (Cooper 1998, s. 18, vår understrekning)¹¹

Sammenfatningsvis dreier innretningen av norsk penge- og valutapolitikk seg nå klart i retning av prisnorm (regime B), på bekostning av en valutakursnorm (regime A). Om vi tror at professor Cooper har rett, må alternativ B, i det lange løp, vike plassen for alternativ C. En form for kontroll med kapitalbevegelser tvinger seg frem dersom Norge, med en lite diversifisert økonomi, og med en usofistikert finansiell sektor, skal lykkes med å bevare en selvstendig valuta.

7. Den vanskelige valutakursen

I månedene rundt årsskiftet 1996-97 var kronens popularitet stigende. I perioden april-august 1998 var presset i motsatt retning. I begge tilfeller lot myndighetene markedskreftene overta styringen av valutakursen. Og ved begge anledninger spilte endringer i oljeinntektene en viktig rolle.

Med frie kapitalbevegelser og en oljedominert økonomi kan det virke som om valutakursen nærmest oppfører seg som "aksjekurs" for A/S Norge. Men er det hensiktsmessig at den norske kronens internasjonale verdi i stor grad svinger med oljeprisen?

På en måte er det greit. Høyere oljepris gir økt fremtidig cash flow i utenlandsk valuta. En større del av norsk import kan betales med oljepenger. Da blir det mindre bruk for annen valutaintjenede virksomhet. Ressurser kan overføres fra K-sektor til S-sektor. I en markedsøkonomi krever dette en reell appresiering; fortrinnsvis ved en styrket valuta snarere enn gjennom innenlandsk inflasjon.

Ved lavere oljepris svekkes våre muligheter for import på lang sikt. Det blir større behov for å beholde industri og annen valutaintjenede (og besparende) virksomheter. En bedring av konkurranseevnen gjennom en svekket krone og en strammere

¹¹ Og han legger til: "Of course, free movements of capital are also incompatible with fixed but adjustable exchange rates."

finanspolitikk synes å være på sin plass.

På en annen måte er det ugreit. Om vi i hovedsak ser på oljevirkosomheten som en reallokering av formue, fra et naturprodukt under havets bunn, til aksjer og obligasjoner i utlandet, er vi ikke tjent med at denne reallokeringen skal få konsekvenser for den løpende næringsvirkosomheten i Norge forøvrig.¹² Det vi i stedet ønsker er at variasjoner i oljepris skal slå ut i svingende veksttakt for Statens petroleumsfond.

Diskusjonen over søker å belyse dualiteten ved valutakursen. Her har vi én pris som skal ivareta to hensyn. Valutakursen sett som en aksjekurs (eller "asset price") blir kjørt av forventninger om fremtidig cash flow for A/S Norge. Endringer i oljeprisen slår rimeligvis kraftig ut.

Valutakursen sett som bestemmende for den løpende konkurranseevnen (som en "flow price") har vi intet ønske om skal påvirkes av svingende oljepris. Slike svingninger skal i stedet fanges opp av et oljefond.

Finnes det en løsning på denne dualiteten? I teorien ja, et urealistisk fleksibelt arbeidsmarked. Sett at norske arbeidstakere hver morgen måtte høre på seks-nyhetene før de gikk på jobben. Oljeprisen som der ble meddelt, ville nemlig være bestemmende for dagens arbeidsplass. Ved høy oljepris lar importen seg betale med det svarte gull. Og mange går til jobben som hjelpepleier på aldershjemmet. Ved lav oljepris trenger vi økte valutainntekter på annet hold. De gamle får klare seg som best de kan. Jobben på smelteverket venter.

Et arbeidsmarked hverken kan eller skal fungere som her fremstilt. Men et stykke på vei har vi nettopp stilt oss i en slik situasjon. Lave oljepriser gjennom 1998 har skapt uro i rente- og valutamarkedet. Denne uroen har i sin tur ført til kraftig innstramninger i finanspolitikken. For vel et år siden var bildet det motsatte. Et rekordstort overskudd på driftsbalansen med utlandet, motsvart av et tilsvarende overskudd på statens hånd, ga press i retning av en appresiering av kronen. Den svekkelsen av konkurranseevnen som man dermed så konturene av, ville gitt rom for økte offentlige utgifter.

Vil vi ha det slik? Er vi tjent med at et par dusin dresskledde menn, i hovedsak i tredveårene, plassert i store banker og meglerhus i Oslo, London og New York skal ha avgjørende innflytelse på finanspolitikken her i landet?

Dersom du tillegger det langsiktige målet om bevaring av konkurranseevnen stor vekt, og tror at politikere har større

¹² Finansminister Gudmund Restad er talsmann for et slikt syn: "Det er sentralt for Norge å kunne opprettholde en industrisektor uavhengig av oljeprisene" (uttalt på møte i Polyteknisk Forening 29.9.1998).

problem med å holde fast på dette målet enn formuesforvaltere i bank og forsikring, da kan finansmarkedenes makt over finanspolitikken være hensiktsmessig. Det siste halve året (april-september 1998) har gitt en leksjon i markedets evne til å disiplinere politikerne.

Om du derimot mener at politikerne ikke i den grad bør overprøves av markedet, og dessuten er engstlig for at når (eller om) de gode tidene atter er tilbake, med en oljepris på rundt tyve dollar fatet, da vil de samme dresskledde ungdommene presse frem en appresiering av kronen som gjør at arbeidsplasser i konkurranseutsatt sektor forsvinner kjappere enn ønskelig, ja da vil du kanskje se deg om etter et annet system.

Alternativ D - helt fast binding til euro - blir en studie verdt.

8. Euro og oljefond

I lys av den usikkerheten som nå preger valutamarkedene, synes det lite hensiktsmessig å utelukke at alternativ D med tiden kan bli aktuelt. Gitt at såvel Sverige og Danmark som Storbritannia ikke lar det gå altfor lang tid før også disse landene tar euroen i bruk, vil norske kroner, sammen med sveitsiske franc (og islandske kroner) være de eneste vest-europeiske valutaer i tillegg til euro. Tidvis vil presset mot NOK da kunne komme til å anta dimensjoner langt utover hva vi til nå har erfart.¹³

På den bakgrunn forstår vi at Stortingets finanskomité fant grunn til å avlegge Den europeisk sentralbanken (ESB) i Frankfurt et besøk tidlig på høsten 1998. Dette besøket kan sees som et første forsiktig skritt i retning av å posisjonere Norge slik at vi eventuelt kan få en ordening med EU og med ESB som gir en fast binding for kroner mot euro, eventuelt også slik at euro blir lovlig betalingsmiddel her i landet.

Nederst i høyre hjørnet i tabell 1 finner vi et spørsmålstegn; i hvilken grad en helt fast og troverdig binding til euro¹⁴ vil gi myndighetene kontroll på finanspolitikken, og dermed på norsk konkurransevne, er ikke så lett å vite. Kjernen i spørsmålet er som følger:

Når myndighetene helt mister makten over norsk rente- og valutapolitikk (null i de to rutene over spørsmålstegnet), hva vil det bety for prisstigningen i

¹³ De spørsmålene som her reises, er i grenselandet mellom politikk og statsvitenskap. Men egentlig hører de hjemme i hva som tidligere var økonomenes kjerneområde, nemlig politisk økonomi.

¹⁴ Vi antar en boksåpner, dvs. vi går ikke nærmere inn på hvorvidt en troverdig binding til euro lar seg realisere. Det kan være gjenstand for en annen studie.

Norge på sikt?

Et mulig scenario er at den synliggjøringen av oljeformuen som finner sted gjennom oppbyggingen av Statens petroleumsfond, gjør det vanskelig for politikerne å holde igjen på utgifter til populære tiltak.

La oss prøve med en illustrasjon. Sett at binding til euro allerede var etablert, og at euro og kroner gikk om hverandre som innenlandsk betalingsmiddel i Norge. Regjeringen Bondevik ville ikke hatt noe å frykte fra finansmarkedene. Kontantstøtten kunne iverksettes uten at inndragninger på annet hold trengte å bli så store. Med full sysselsetting i utgangspunktet ville imidlertid en reell appresiering likevel funnet sted, ved at prisstigningen i Norge ble raskere enn i Euro-land forøvrig.

Spørsmålstegnet i høyre hjørnet i tabell 1 belyser at politikerne, som gjennom finanspolitikken har fått direkte kontroll på konkurransevnen, står i fare for ikke å styre slik folket egentlig vil. Det synes rimelig å forvente at sjansen for at konkurranseutsatt sektor skvises mer enn hva som ønskelig er, øker med størrelsen på Statens petroleumsfond og med fraksjoneringen i Stortinget.

Anta at man etter en helhetsvurdering finner at euroen bør bli betalingsmiddel også i Norge. Anta videre at denne beslutningen skaper blandede følelser; man er redd for at den disiplinerende virkningen markedskreftene tidligere har hatt på finanspolitikken ikke lar seg erstatte med selvjustis i Stortinget. Hva kan gjøres? Tre ting:

For det første må LO og NHO i større grad overta finansmarkedenes oppgave i å påse at finanspolitikken holdes innen en helhetlig ramme. Til nå har preferansene til dem som plasserer de store formuene i hovedsak vært i tråd med konkurranseutsatt sektors. Når kronen forsvinner, rent analytisk, forsvinner også denne mekanismen for disiplinering av offentlige utgifter. LO og NHO vil da kunne finne det opportunt å gjøre felles sak mot for utgiftsglade politikere.

For det andre hadde det vært fint om finanspolitikken ble mer fleksibel, og om krittstreken, om at veksten i offentlige utgifter ikke skal være større enn veksten i fastlands-Norges BNP, ble tydeligere. Med helt fast og helt troverdig bindig til euro står man bare tilbake med finanspolitikken i reguleringen av den aggregerte etterspørselen. Behovet for økt finanspolitisk fleksibilitet blir større. Rent konkret, arbeidet for å finne frem til egnede automatiske stabilisatorer burde intensiveres.

Krittstreken som sikrer at offentlig sektor som andel av økonomien ikke skal ekspandere ytterligere, har fungert godt siden starten av 1990-tallet. Det hadde vært hensiktsmessig om Stortinget var enig med seg selv om å holde seg innenfor denne streken, også i fortsettelsen. Om ikke for det enkelte år, så

i hvert fall over konjunktursyklusen.

For det tredje bør man nå vurdere å "individualisere" Statens petroleumsfond, dvs. la hver enkelt borger i kongeriket få øremerket sin andel av fondet som del av fremtidig tilleggs pensjon. Ved en slik oppstyking av fondet til hver enkelt av oss, mister Staten eiendomsretten til pengene. Da blir det også lettere for politikerne å holde igjen på utgiftssiden. Lobby-interessene kan ikke lengre peke på et fett oljefond. Midlene her er ikke lenger i statens eie.

9. Nærmere om binding til euro

Penge- og valutapolitikk kan i seg selv ikke bidra til økonomisk vekst. Men en uklok måte å arrangere vårt pengevesen på, kan føre til økonomisk stagnasjon.

Som bildet idag fortøner seg, er vi, i lys av tabell 1, i bevegelse fra regime A til regime B. Skal vi innom regime C, før vi ender med regime D? Hvilke alternativer står vi i så fall overfor, innen rammen av fast binding til euro? Avslutningsvis ser vi på fire varianter.

Det første alternativet er ensidig binding av den norske kronen til euro. En slik løsning ligner hva Argentina og Hong Kong har valgt mot dollar, og Estland mot tyske mark. La oss kort ta for oss Argentina.

I 1991 bestemte man at 1 peso skulle være lik 1 dollar, pluss/minus null. En slik ordning kalles "currency board", eller seddelfond på norsk.

Til nå har det argentinske seddelfondet fungert etter hensikten. Men dette har ikke vært kostnadsfritt. Med frie kapitalbevegelser har perioder med svekket tillit til at Argentina vil kunne stå ved forpliktelsen 1 peso = 1 dollar, ført til at rentenivået har blitt langt høyere enn det som ønskelig er. I sin tur har det gitt press på bankenes inntjening og evne til å overleve.

Argentina har imidlertid ridd stormene av. Den økonomiske veksten har vært bra. Om imidlertid Brasil skulle rammes hardt, slik at den brasilianske valutaen, real, skulle falle kraftig, kan det tenkes at Argentina må bite i det sure eplet, og oppgi bindingen til dollar.

Sammenlignet med Norges situasjon er her flere viktige forskjeller. Dersom Danmark, Sverige og Storbritannia går med i ØMU, vil det ikke finnes noe "Brasil" for oss, dvs. ikke noe stort naboland med annen valuta enn hva vi har bundet oss til, som kan gå skikkelig på trynet.

En annen forskjell er de store valutaeservene Norge har. Inkluderer vi Statens petroleumsfond kommer vi til omlag 300 mrd. kr. Om vi skulle velge en seddelfondsløsning, f. eks. at 1

euro er lik 8,50 kr, vil vi måtte være langt mer villige til å bruke av disse reservene, dvs. kjøpe tilbake norske kroner med utenlandsk valuta, når kronen ellers lå an til å svekkes. Kombinasjonen av renteøkninger og salg av valuta mot kroner måtte alltid være slik at den faste kursen holdt seg; i eksemplet her, at én euro alltid kostet åtte kroner og femti øre, hverken mer eller mindre.

En tredje forskjell er at norsk økonomi trolig er grunnleggende sunnere enn argentinsk. Imidlertid har vi et konjunkturelt problem; i løpet av de siste par årene har vi fått et altfor høyt nominelt forløp for vår økonomi. Sagt enklere, lønns- og prisstigningen er i utakt med bildet i Euro-land. Om vi ønsker en form for helt fast kurs mot euro er dette er et stort problem. Hvorfor? Fordi om vi går inn med "riktig" kurs, vil denne kursen etter et år eller to være for høy. Sagt på annen måte, om vi har fire-fem prosent inflasjon mens Euro-land bare har et par prosent, vil konkurranseevnen for norske bedrifter svekkes.

Videre, om bindingen er vellykket og helt troverdig, vil den renten som gjelder for euro også gjelde for norske kroner. Men om utgangspunktet er høyere inflasjon i Norge enn i Euro-land, blir realrenten (dvs. den nominelle renten korrigeret for inflasjon) i Norge for lav. Samlet etterspørsel blir for stor. Og den underliggende inflasjonen, som vi i utgangspunktet ville slite med, blir vanskeligere å bli kvitt.

Alternativ nummer to er en tosidig binding til euro. Om vi kan få i stand en avtale med Den europeiske sentralbanken (ESB), der siktemålet er at den norske kronen skal holdes fast mot euro, ville det styrke tilliten til et slikt arrangement. Økt tillit gjør at spekulantene mister noe av interessen. Det blir lettere få til en fast pris på euro, f. eks. 8,50 kr. Rent konkret vil det bl. a. være snakk om gjensidige kredittlinjer, av ikke ubetydelig størrelse, mellom ESB og Norges Bank. Poenget er egentlig ikke at Norges Bank ville komme til å trekke på dem; reserver tilsvarende mer enn 300 mrd. kr skulle mer enn klare seg. Poenget er snarere at med slike kredittlinjer øker troverdigheten til den faste kursen, og behovet for å bruke av reservene reduseres.

Den store Bøygen ved det andre alternativet er om EU har interesse av å bruke tid og krefter på å finne en egnet løsning for Norge. Og om regelverket i EU overhodet tillater ordninger som her skissert. Dette må undersøkes nærmere og eventuelt forhandles om.

Et lite poeng her: Mon tro om EU synes det ville være kjekt om olje og gass ble priset i euro snarere enn i dollar? Om EU har ønske om at euroen over tid skal utfordre dollarens rolle som verdensvaluta, vil økt bruk av euro i olje- og gassmarkeder kunne være interessant.

De tredje varianten er innføring av euro som mynt i Norge. Omløpet av sedler og mynt i Norge er idag i størrelsesorden 40

mrđ. kr. Det er mulig, i hvert fall å tenke seg, at disse fysiske pengene ble erstattet med euro. I praksis ville det bety at Norgs Bank brukte vel 40 mrd. kr av sine reserver og kjøpte omlag 5 mrd euro for dem. Over tid ville den norske kronen forsvinne ut av sirkulasjon, ved at midlene ble vekslet om til sedler og mynt i euro.

Norge ville i så fall velge det systemet som Panama har, der amerikanske dollar er penger. Eller som Monaco som bruker franske franc.

Kostnadssiden ved dette opplegget er at vi ikke lenger vil tjene renter på tilsvarende 40 mrd. kr. Med fire-fem prosent rente gir dette årlige kostnader på halvannen til to mrd. kr. Imidlertid vil vi så godt som kunne legge ned Norges Bank, inklusive Seddeltrykkeriet. Besparelsene her vil ikke være små. I tillegg vil transaksjoner med Euro-land bli enklere og mindre ressurskrevende å gjennomføre. Det gir ytterligere besparelser. Hvorvidt de samlede kostnader ved overgang til bruk av euro blir større eller mindre enn de samlede besparelser er ikke godt å si. Hva vi imidlertid kan si er at nettoregningen ved å erstatte kroner med euro blir liten og i den store sammenheng helt uinteressant.

Det fjerde og siste alternativet, som her skal drøftes, er medlemsskap i EU og dermed i ØMU. Erfaringene vi nå høster av vår status som EØS-land er blandede. I det lange løp er det et spørsmål om EØS er "bærekraftig". Å sitte på gjerdet, og å motta beskjeder fra dem som spiller på banen, er tidvis både stusselig og slitsomt.

Bedre blir det ikke om valutamarkedet skaper uro og vansker for oss, der vi sitter. Om aktørene i valutamarkedet rister og rykker i gjerdet, så vi blir engstelige for å falle ned, blir posisjonen på gjerdet mindre trivelig. At vi av og til faller ned og slår oss gule og blå, som når kronen fyker fra 105 til 115 på få uker, kan gjøre at gjerdesitting over tid oppleves som mindre hyggelig.

Spørsmålet er om de erfaringer vi har gjort i penge- og valutapolitikken det siste halve året - og de vi vil gjøre de neste par - er slik at alternativet å bli med i EU og ØMU, vil fortone seg stadig mer interessant. Sagt annerledes; vil uroen i valutamarkedet myke opp politiske holdninger i Norge slik at en ny debatt om EU kan komme igang?

Hva gjelder de rene økonomiske vurderingene av å bli med i ØMU, har jeg inntrykk av at forskningen, så vel som den generelle debatten, går i retning av å nedtone ulempene for det enkelte land av å oppgi egen valuta. Det har sammenheng med at teorien om optimale valutaområder ikke har så mye for seg som vi tidligere mente. Når regioner og bransjer, mer enn land, tidvis rammes av særlige sjokk, er det ikke så greit å bruke valutakursen. Og i ett tilfelle der valutakurs ville vært et perfekt virkemiddel, nemlig ved tysk gjenforening, ble den ikke anvendt. I stedet for en revaluering av tyske mark

fikk vi inflasjon og renteheving. Ettersom høye tyske renter spredde seg til andre land i Europa, var vi alle med å betale for tysk gjenforening. Det var unødvendig og dumt. Hva er vitsen med egen valuta når den ikke brukes?

Sammenfatningsvis krever en binding til euro, uansett hvilket alternativ som skulle bli aktuelt, at den økonomiske politikken i Norge gir en lønns- og prisutvikling som er på linje med Euro-land i løpet av et par års tid. Om den politikken som kreves for dette, skulle føre til midlertidig økning i arbeidsløsheten, som den trolig vil, må man ha adskillig mengde is i magen. Kravet om lav inflasjon er ufravikelig om helt fast pris på euro målt i norske kroner skal fungere.

Litteratur

Cooper, R. N. (1998), "Should capital-account convertibility be a world objective?", Princeton Essays in International Finance, No. 207, ss. 11-19, Princeton University, New Jersey

Feldstein, M. (1997), "EMU and international conflict", Foreign Affairs, November/December, ss. 60-73

Isachsen, A. J. (1997), "Penge- og valutapolitikken i støpeskjeen", Internasjonal Politikk, ss. 505-527

Massad, C. (1998), "The liberalization of the capital account: Chile in the 1990s", Princeton Essays in International Finance, No. 207, ss. 34-46, Princeton University, New Jersey

Rodrik, D. (1998), "Who needs capital-account convertibility?", Princeton Essays in International Finance, No. 207, ss. 55-65, Princeton University, New Jersey

Skånland, H. (1998), "En pengepolitikk for Norge - etter Solidaritetsalternativet", Sosialøkonomen, Nr. 7, ss. 2-10

Figure 1

3 M NIBOR/ ECU - INDEX

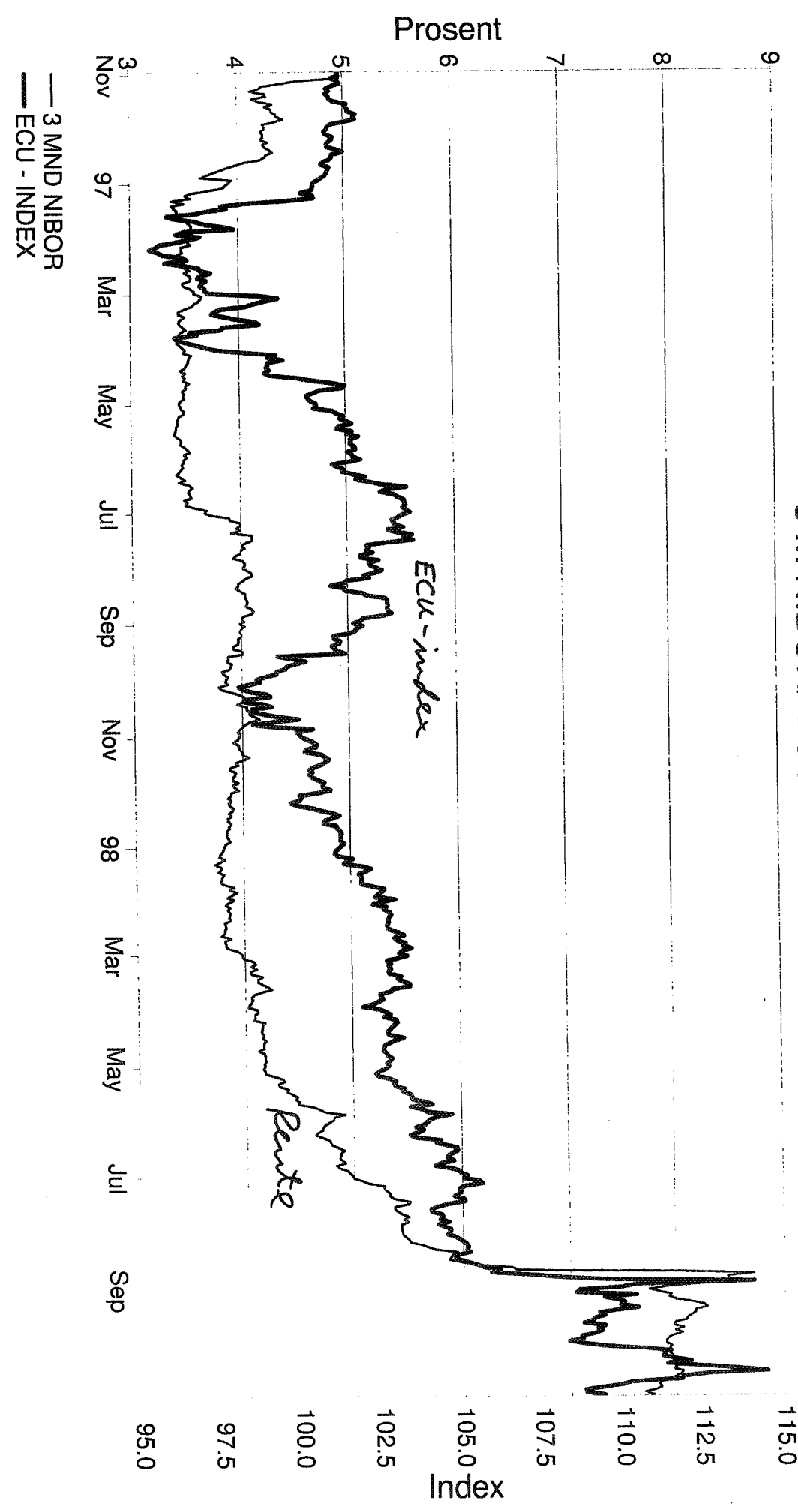


Figure 2

NOK/SEK/DKK MOT ECU

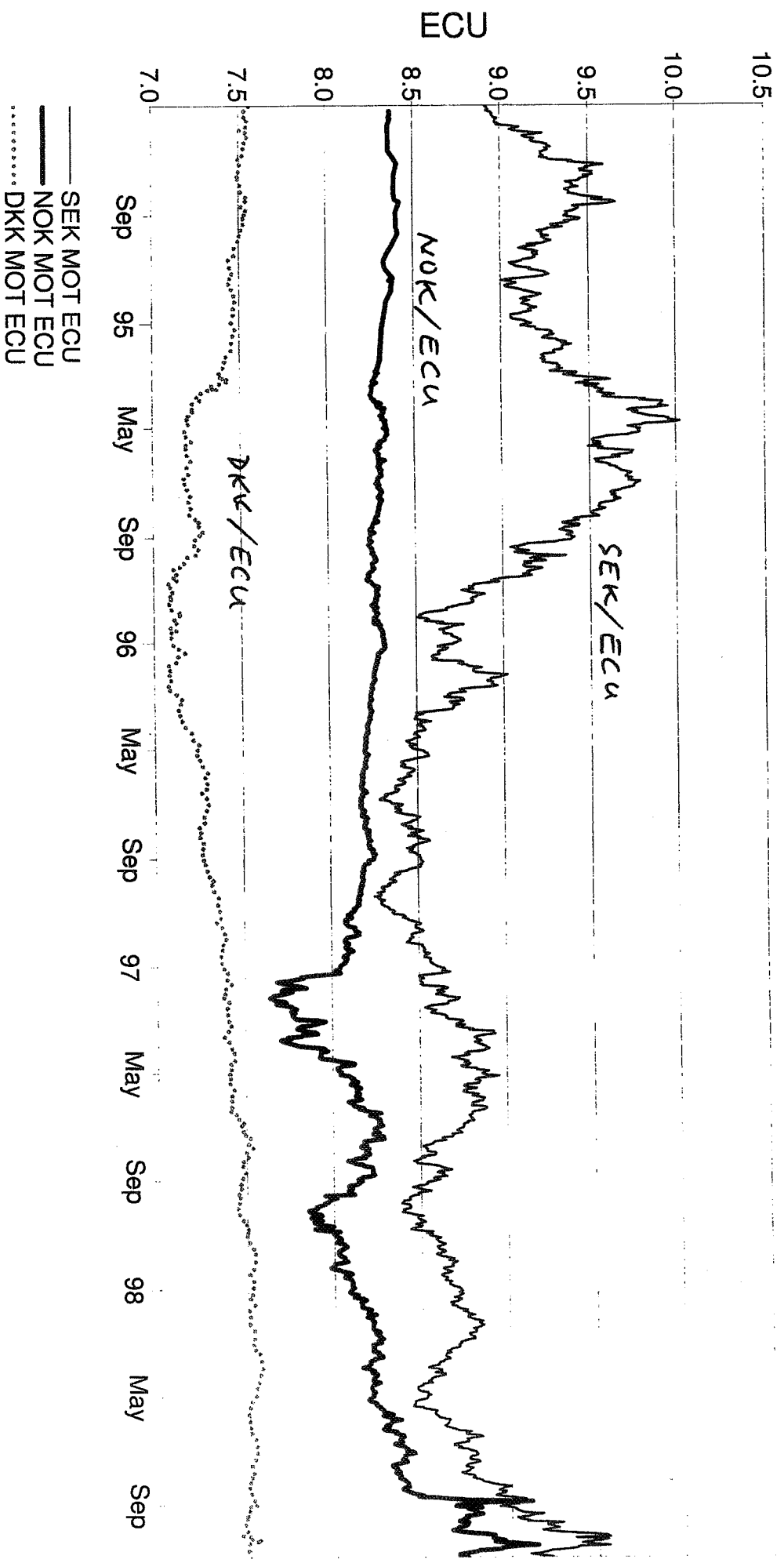


Figure 3

NOK/SEK/DKK MOT ECU

