

Working Paper Series 7/02

Den vanskelige valutakursen

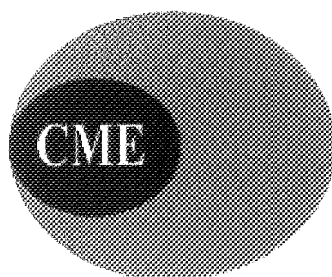
Arne Jon Isachsen

CME/BI

Oktober 2002

Handelshøyskolen BI
Hovedbiblioteket

- 1 NOV. 2002



Centre for Monetary Economics

SERIE/HANDE

Ved inngangen til 2002 kostet en euro om lag åtte kroner. Nå (oktober 2002) er prisen seksti øre lavere. Det betyr at den norske kronen har styrket seg med 7-8 prosent mot fellesvalutaen i Europa. Og med om lag det dobbelte mot den amerikanske dollaren.

En norsk eksportør, som selger sitt produkt for 100 euro, vil nå sitte igjen med 740 kroner snarere enn 800 kroner. Om han går halvannet år tilbake, til vinteren 2001, ville de 100 euroen gitt ham 820 kroner i kassen. Den sterke kronen er med på å forklare hvorfor mange norske industribedrifter møter veggen i disse dager. Dette skaper økende uro på mange hold.

Når verden går en imot (noe den sjelden unnlater å gjøre, som eventyrsamleren Peter Christen Asbjørnsen noe pessimistisk hevdet), er det rimelig at man prøver å finne forklaringer på det som skjer, for deretter å kunne antyde løsninger på problemene. Hensikten med dette notatet kan sees i et slikt lys.

Perioden frem til 1990 – reguleringer som gradvis avvikles

En valutakurs er en pris. Den forteller oss hvor mye ett lands penger koster målt i et annet lands penger. I gamle dager, etter den andre verdenskrigen og frem til desember 1958, var den norske kronen bare konvertibel (eller ”byttbar”) mot dollar – og det bare for transaksjoner som hadde med eksport og import å gjøre. Ved avviklingen av European Payments Union (EPU) på tampen av 1950-tallet, ble kronen gjort konvertibel mot andre valutaer, i hovedsak vest-europeiske. Men fremdeles var den bare byttbar for transaksjoner som hadde med handel i varer og tjenester å gjøre. Om du ønsket å handle aksjer på NYSE kunne du likevel gjøre det, men måtte da gå via det såkalte ”security-markedet”. Dette markedet ble etablert ved at norske aksjer i utlandet ikke ble beordret solgt og midlene hjemført etter krigen. Man fikk lov til fortsatt å eie sine amerikanske aksjer. Om man solgte dem og fikk dollar i stedet, kunne disse dollarene selges fritt, til markedsbestemt kurs. Den som ville inn på markedet, måtte først finne en som solgte sine amerikanske aksjer og således hadde security-dollar til salgs. I 1968 toppet kursen seg her. Mens den faste kursen for eksport og import lå stabilt på 7,14 kroner, gikk security-dollar opp i 10 kroner. At den samme varen – en amerikansk dollar – hadde to forskjellige priser, viste at reguleringen fungerte godt; det *var* mulig å skille transaksjoner i kapitalmarkedet fra transaksjoner i varemarkedet.

I 1984 valgte myndighetene å la security-markedet bli tatt opp i det ordinære valutamarkedet. Kapitaltransaksjonene i valutamarkedet ble ikke lenger holdt adskilt fra de kommersielle transaksjonene. Denne beslutningen må ses i lys av at premien i security-markedet hadde falt kraftig. En differanse på bare 2-3 prosent var hva som skulle til for å ta risikoen ved på ulovlig vis å gjøre vanlige dollar om til security-dollar.

Som OECD-land for øvrig, valgte Norge den 1. juli 1990 å la kjøp og salg av valuta for kapitaltransaksjoner bli fullt ut liberalisert, slik kjøp og salg av valuta for import og eksport hadde vært det i mer enn tredve år. Den norske kronen ble konvertibel ikke bare for transaksjoner som har med *driftsbalansen* med utlandet å gjøre, men også for transaksjoner som har med *kapitalbalansen* å gjøre. Dermed var egget lagt. For en ustabil og ustyrlig valutakurs. Men lenge gikk det overraskende bra.

Fra fast til flytende valutakurs

Den 11. mai 1986 besluttet regjeringen Brundtland å devaluere kronen med 10 prosent. Som vanlig er ved slike anledninger ble det sagt at dette var siste gang. Mer uvanlig - det *var* det. Den kraften Gro la i dette utsagnet, og den etterfølgende økonomiske politikken hun fikk meislet ut og gjennomslag for, bidrog til fornyet tillit til norsk økonomi.

Det danske Nej til Maastricht-avtalen i juni 1992, hvor planen om etablering av felles mynt var det sentrale element, satte fart i valutaspekulasjoner. Sprikende inflasjon EU-landene imellom gjorde at stadig flere satte spørsmålstejn ved hvorvidt de faste kursene lot seg opprettholde. Det hele toppet seg ved at Storbritannia i september ble presset ut av fastkurssamarbeidet i EU. Fridd fra regelverket i ERM (Exchange Rate Mechanism) falt pundet som en stein. Til glede for Georg Soros som gjorde 10 milliarder dollar på sin spekulasjon om at så skulle skje. Til sorg for dem som har britiske produsenter til konkurrenter.

Utover høsten måtte andre valutaer som var knyttet opp mot ecu – og dermed mot tyske mark - devaluere. I november slapp svenskekronen taket, etter noen dager med de berømmelige 500 prosent over-night rentene til Riksbanken. Den 10. desember var turen kommet til Norge. Løftet om at en ecu (forløperen til dagens euro) skulle koste 7,994 kroner pluss/minus 2,25%, ble oppgitt. Temmelig kjapt depresierte kronen med fem-seks prosent, for etter en tid gradvis å ta igjen om lag halvparten av det tapte.

I mai 1994 fikk vi nye retningslinjer for pengepolitikken. Her finner vi meget snedige og, skulle det vise seg, meget hensiktsmessige formuleringer. Vi skal ta sikte på en stabil kurs mot europeiske valutaer, men uten spesifiserte svingningsmarginer. Om kursen glir for langt unna, skal virkemiddelbruken – det vil i hovedsak si renten – ta sikte på å bringe kursen tilbake til utgangspunktet. Senere ble dette utgangspunktet antydning til en pris på ecu (euro fra 1. januar 1999) på mellom 8,23 kroner og 8,39 kroner.

Valutakursen: Én pris til klarering av to markeder

Debatten i dag går på hvorfor kronen er blitt så uregjerlig. Hvorfor oppfører ikke prisen på vår valuta, målt i andre lands valutaer, seg mer forståelig og predikerbar? Hvorfor kan ikke valutakursen være ”passe”, dvs. ligge stabilt å vake rundt 8,20/8,30 mot euroen?

Valutakursen er nå en ”verdipapirpris”, og ikke lenger en ”varepris”. Den 1. juli 1990 er egentlig det store vannskillet i norsk valutapolitikk. Ved fritt å tillate kjøp og salg av kroner mot andre lands valutaer, for investeringer i andre lands verdipapirer, blir kronen selv å betrakte som et verdipapir – en aksje – om du vil. For 95 av 100 kroner som veksles mot valuta, har den underliggende transaksjonen med kjøp og salg av verdipapirer – eller derivater av dem – å gjøre. Bare en fem-krone er relatert til eksport og import av varer å tjenester.

Hva bestemmer folks kjøp og salg av verdipapirer? I stor grad forventninger til prisutviklingen fremover. Tror du at kursen på Norsk Hydro stiger, blir det interessant å kjøpe denne aksjen nå. Om du tror den synker, er det best å selge seg ut.¹ Ny informasjon vil påvirke forventninger og temmelig hurtig – umiddelbart står det i lærebøker – gi seg utslag i prisene. Høyere oljepris er bra for Statoil, men kjedelig for Norske Skog. Lavere rente er bra for dem begge. Forventninger om økt etterspørsel etter maskiner og utstyr vil gi stigende kurser for stålaksjer. Men om renten må heves for å dempe en oppgangskonjunktur, trekker dette i motsatt retning. Enron-skandaler er ugunstig for amerikanske storbedrifter generelt. Tilliten til regnskapene svekkes, og aksjekursene faller. Med smitteeffekter til næringsliv og aksjemarkeder i andre land.

Variierende aksjekurser sørger for klarering i markedet for egenkapitalinstrumenter. Variierende valutakurser sørger for klarering i markedet for ulike lands valutaer, sett som verdipapirer. Men valutakursen har en oppgave til: Den bør helst være slik at den gir gode og stabile rammebetingelser for innenlandske bedrifter som konkurrerer med utenlandske. Vi kan si at valutakursen har en ”faktureringsoppgave”, i tillegg til en ”verdipapiroppgave”. Hvis den prisen som er passende for verdipapiroppgaven, også er passende for faktureringsoppgaven, er alt fryd og gammen. Om de to prisene er forskjellige, får vi problemer. Og dess større problemer, dess mer ulike de er. Under dagens regime, med helt frie kapitalbevegelser, bestemmes kronekursen av forholdene i kapitalmarkedene. Hva som er passende kronekurs vurdert ut fra eksport og import betyr lite. Den gang ”security-markedet” var i virksomhet, frem til 1984, var det annerledes. Én kurs gjaldt for kapitaltransaksjoner. Den fløt fritt. En annen gjaldt for eksport og import. Den lå fast.²

Vi oppsummerer kort: Valutakursen er for en verdipapirpris å regne. Det betyr at forventninger til den fremtidige prisen har meget stor betydning for prisen i dag. Ettersom forventninger skifter hurtig, er det rimelig at forventningsbaserte priser, som aksjekurser og valutakurser, også gjør det.³

¹ Eller du kan selge Hydro-aksjer du ikke har for levering om f. eks. tre måneder, til en pris som avtales i dag. Short-salg kalles det. Slår forventningene til blir gevinsten lik differansen mellom det du har ”shortet” Hydro på og den lavere spotpris som gjelder tre måneder senere.

² Om security-markedet hadde fungert godt, dvs. at kursen her virkelig beveget seg fritt og uavhengig av den faste kursen for kommersielle transaksjoner, ville kapitaleksport kunne skjedd ved at overskudd på driftsbalansen ble tilført dette markedet.

³ Et godt prinsipp i statistikk er at variansen i prognoser bør være mindre enn variansen i variabelen som det lages prognoser for. På dette grunnlag skulle man forvente at aksjekursene varierer mindre enn neddiskontert dividende. I et velkjent arbeid viser Robert Shiller at det motsatte er tilfellet; standardavviket

Den virkelige gåten: Hvorfor var kronen så stabil fra 1992 til 2001?

Blant forhold som betyr mye for valutakursforventninger, er størrelsen på de fremtidige valutainntektene. Etersom råvarepriser viser mye større fluktasjoner enn priser på halvfabrikata og ferdigvarer, opplever land som er store produsenter – og eksportører – av råvarer, betydelig større fluktasjoner i sine valutakurser enn andre land. Bortsett fra Norge.

Basert på daglige observasjoner for 1990-årene hadde Norge et standardavvik i valutakursen på om lag en fjerdepart av hva Canada, New Zealand og Australia hadde. Variasjonene i bytteforholdet (målt på kvartalsbasis) var imidlertid det dobbelte for Norge. Dessuten var kronen klart ”mean-reverting”, dvs. ved avvik fra sitt utgangsleie beveget den seg i neste omgang tilbake mot dette leiet. De tre andre landenes valutaer derimot hadde alle klare, langsiktige trender. Hvordan kan det ha seg at den norske kronen seilte i flau bris mens valutakurser for andre land med en mindre ustabil utenriksøkonomi, opplevde stiv kuling med storm i kastene? Hva gjorde vi annerledes enn de andre? Dette er vanskelige spørsmål å besvare. Med gode svar her står vi bedre rustet til å forstå utviklingen etter innføringen av de nye forskriftene for penge- og finanspolitikken fra mars 2001.

Kronen var så stabil fordi markedet stort sett forventet at den skulle være det. Og fordi virkemiddelbruken – bredt definert – ble innrettet mot å få kronen tilbake til utgangsleiet når den i relativt korte perioder viste større avvik. Som således bare ble av midlertidig karakter.

Tre virkemidler ble tatt i bruk for å låse forventningene til den fremtidige prisen – eller valutakursen. For det første etablerte myndighetene i 1990, med Arne Skauge som finansminister, Statens petroleumsfond. Med forventninger om betydelige statlige inntekter fra produksjon av olje og gass, og med ønske om ikke å bruke disse fortløpende, var det viktig med et egnet institusjonelt rammeverk. Det statlige oljefondet, eid av Finansdepartementet og profesjonelt forvaltet av Norges Bank, fikk fra midten av 1990-tallet tilført midler. Disse midlene ble i sin helhet holdt i utlandet, i form av utenlandske aksjer og obligasjoner. Opptjening av pengene ble adskilt fra bruken av dem.

Med så store midler som det her etter hvert ble snakk om, var det meget fordelaktig, rent valutapolitisk, at staten stod som eier av dem. Det skyldes ganske enkelt at staten, i motsetning til privat sektor, ikke trenger noen kompensasjon for å ta valutakursrisiko. Om du eller jeg frivillig skal overtales til å flytte bankinnskudd fra kroner og over til euro eller dollar, vil vi løpe en ekstra risiko. Hva er kjøpekraften i kroner den dagen jeg skal bruke pengene? Har kronen styrket seg og kjøpekraften gått ned? Har den svekket seg, kjøpekraften gått opp? Om vi frivillig likevel skulle velge å la noen sparepenger finne veien til utenlandske markeder, måtte den økte risikoen motsvares av forventninger om

for aksjekurser er langt større enn standardavvik for dividende. Se hans ”Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?”, i *American Economic Review* June 1981, pp. 421-36

høyere avkastning. Enten i form av høyere euro-rente enn krone-rente. Eller i form av troen på at kronen ville svekke seg mot euro i tiden fremover. Med staten som eier av fordringer på utlandet forsvinner grunnlaget for dannelsen av slike forventninger. Alt annet like bidrar det til å styrke troen på en stabil valutakurs.

Det andre virkemidlet var forskriften om valutapolitikk av mai 1994. Som nevnt skulle virkemiddelbruken, ved avvik fra utgangsleiet, ta sikte på etter hvert å bringe kursen tilbake til dette leiet. Vitenskapelig studier viser at den norske kronen fulgte denne tilbakevendingsregelen meget godt.⁴ Her fikk vi en selvforsterkende prosess: Når kursen oppfører seg slik forskriften tilsier, styrkes tilliten. En god ”track record” for valutakursen er med på å sementere og å stabilisere forventningene til den fremtidige kursen.

Det tredje virkemidlet var det alvor med hvilket aktørene på de andre politikkområdene betraktet valutapolitikken. Politikerne klarte, tross mye skrik og skrål, å holde en rimelig balanse mellom offentlige inntekter og offentlige utgifter. Det bidrog til å holde inflasjonen lav. Partene i arbeidsmarkedet la til grunn en stabil valutakurs. Dermed fikk de også et stort ansvar for sysselsettingen: Høyere lønnsvekst enn i andre land – uten tilsvarende raskere vekst i produktivitet – gir en umiddelbar svekkelse av konkurranseevnen. Når man likevel tillot seg det, ble det fra NHO og LOs side lagt økt kraft i arbeidet for å holde lønnsøkninger innen passende rammer.

Det at finanspolitikken og inntektspolitikken tok innover seg det pengepolitiske regimet – dvs. målet om en stabil valutakurs – virket i seg selv stabiliserende. Med god styring av aggregert etterspørsel, og med alvor i arbeidet for å holde lønnsøkningene på passende nivå, økte troverdigheten til at morgendagens valutakurs ikke ville være så veldig forskjellig fra dagens. Da prisen på en euro lå over 9 kroner ved utgangen av 1998, fant de som trodde på tilbakevendingsregelen det opportunt å kjøpe kroner. Man kunne forvente en fremtidig valutagevinst, i tillegg til den høye kronerenten man underveis kunne glede seg over. Og ganske riktig, gjennom 1999 styrket kronen seg kraftig, med om lag 10 prosent. Samtidig, og det må understrekes, som signalrenten til Norges Bank ble satt ned med til sammen 2,5 prosentpoeng gjennom dette året.

De nye retningslinjene – og tolkningen av dem

I mars 2001 fikk vi nye retningslinjer for penge- og finanspolitikken. Et par år før det hadde Norges Bank gjort det klart at den anså en inflasjon på 2 prosent som nødvendig om det operasjonelle målet (under det gamle regimet) om en stabil pris på euro skulle nås.

De nye retningslinjene innebar at inflasjon og stabil valutakurs byttet plass i målhierarkiet. Det operasjonelle målet ble endret fra en stabilisering av valutakursen til en årlig prisstigning på nær 2,5 prosent. Svingningsmarginer på pluss/minus 1 prosent ble

⁴ Se min artikkel “Et passende penge- og valutapolitisk regime”, *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 115 (2001), ss. 107-124

lagt inn. Som før skulle pengepolitikken bidra til en stabil valutakurs, og også til å stabilisere forventningene til kursen.

I tolkningen av disse forskriftene la Norges Bank mer vekt på inflasjonsstyring enn det mange hadde forventet. Sentralbanken kunne ha vektlagt at de nye retningslinjene egentlig bare var en formalisering av den praksis som etter hvert hadde festet seg, nemlig at bekjempelse av inflasjon stod sentralt i arbeidet for en stabil valutakurs. Når nå inflasjonsmålet ble trukket frem som den operasjonelle variable man skulle fokusere på, kunne en argumentasjon om viktigheten av en stabil valutakurs for innfrielse av dette målet vært ført. Så skjedde ikke. Sentralbanksjefen har derimot ved gjentatte anledninger sagt at det viktigste bidraget han kan komme med for å stabilisere valutakursen er å sørge for lav inflasjon. Det han da gjør er å kollapse to mål, gitt av statsmyndighetene, ned til ett. Mål nummer to – stabil valutakurs, og stabile forventninger herom – sier sjefen for Norges Bank ikke vil bli tillagt noen vekt som sådan.

Jeg tror ikke dette har vært noe lurt. Jeg tror at ”kontinuasjonslinjen” ville vært mer hensiktsmessig, dvs. en fastholdelse av viktigheten og ønskeligheten av en stabil valutakurs. Argumentet om at med bare ett virkemiddel – renten – må vi nøye oss med ett mål, holder ikke. I perioden 1992-2001 håndterte vi både utfordringen om en stabil kurs og om en lav inflasjon. Med en stadig lenger ”track record” for holdbarheten av denne tilbakevendingsreglen, og med klart ansvar for sysselsettingen på de to andre politikkområdene, lå forholdene til rette for at aktørene i de internasjonale finansmarkedene også i fortsettelsen ville legge til grunn at kronen tidvis svingte innom sitt utgangsleie. Det ville begrense svingningene rundt dette leiet.

På dette punkt liker jeg å tenke slik: Alle vet at valutakurser er uregjerlige. Som Kenneth Rogoff, en av de helt store på valutakursteori og empiri, og nylig tilsatt sjeføkonom i IMF, sier det: ”... no structural model can reliably explain major currency exchange rate movements after the fact, much less predict them.” (The Economist, August 3rd 2002). Når usikkerheten er så stor, kan det være behagelig at en stor aktør tydelig har gitt sitt syn til kjenne, hva passende kurs er - en aktør som i tillegg kan tenkes å gjøre noe for at denne kursen tidvis noteres som markedsklarerende. Etter hvert som man vinner stadig flere erfaringer om at prisen på euro målt i norske kroner vender tilbake til sitt utgangsleie, finner ulike banker og meglerhus verden over det passende å skru opp et skilt, godt synlig for alle, hvor det står: ”Beware, every now and then the value of the euro is about 8,20 to 8,30 in terms of Norwegian kroner.”

Praktiseringen av de nye retningslinjene, med ensidig vekt på inflasjonsstyring, har ført til at skiltet om ”Beware...” nå er tatt ned overalt. Ankerfestet for markedets forventninger til den fremtidige kronekursen er dradd opp (eller skrudd ned).

For finanspolitikken innebar de nye retningslinjene av mars 2001 at man nå skulle tillate seg å bruke mer av oljepengene. Fire prosent av verdien av Statens petroleumsfond ved inngangen av året kunne gli inn på inntektssiden i statsbudsjettet. Ikke mekanisk. Høyde skulle tas for hvor man befant seg rent konjunkturtelt.

De to nye byggeklossene for stabiliseringspolitikken – 2,5 prosent prisstigning og en handlingsregel for en viss bruk av oljepenger – står vakkert til hverandre. Med en noe mer ekspansiv finanspolitikk blir det behov for en realappresiering av norske kroner. Gitt at handelspartnerne – i første rekke EMU-landene - nøyer seg med en inflasjon på 2 prosent, vil en stabil krone mot euro tilsi en realappresiering på et halvt prosentpoeng. Det kan være omtrent passende. Om en noe raskere realappresiering skulle trenges, kunne man bruke intervallet opp til 3,5 prosent inflasjon i Norge, og fortsatt ha ro for at tilbakevendingsregelen ville være egnet – og dermed også troverdig.

Hva gjør vi nå?

Daglig er det pes på Norges Bank om at den må sette ned renten. Både fordi lavere rente, som innebærer lavere finanskostnader, vil lette noe av presset i næringslivet direkte. Og – viktigere – fordi lavere rente vil føre til svekket krone, dvs. høyere kronepris på euro. Norske bedrifter som konkurrerer med utenlandske, vil komme bedre ut når en gitt mengde euro gir flere kroner i kassa. Alt fra sentralbanksjefer, visesjefer, LO-økonomer, NHO-økonomer, professorer og industrifolk argumenterer slik. Men stopp en hal! Hva hendte gjennom 1999? Lavere rente gav sterkere krone. Hvorfor skal lavere rente denne gangen gi svakere krone? Har vi egentlig noen god forståelse av hvordan valutakurser bestemmes? Nei. Vi har ikke det. Som Rogoff nettopp minnet oss om: Det finnes ingen strukturell modell som kan forklare valutakursen. Det henger sammen med hva vi tidligere har vært inne på; forventningenes betydning for spotprisen på verdipapirer. Med stadig ny informasjon, og med aktører som er vel så opptatt av hvordan andre vil reagere på informasjonen enn selv å danne seg en selvstendig mening om hva som er riktig kurs – på aksjer så vel som på valutaer – er det duket for saueflokkmentalitet, overshooting og stor volatilitet.

Norske økonomer har ikke tatt dette fullt ut innover seg. De blir stadig overrasket over at valutakursen ikke oppfører seg slike de forventer. Det kan være tre grunner for dette. For det første har vi hatt en stabil valutakurs lenge. For det andre er den trening vi gir studenter i samfunnsøkonomi her i landet om finansmarkeders virkemåte noe tilbake å ønske. For det tredje skaper den utpregede bruk av store regnemodeller i Norges Bank, Finansdepartementet og Byrået en falsk forestilling om at ting er ”utregnbare” og har kvantitative riktige svar. Det grunnsyn som søkes formidlet i dette notatet, er at valutakursen ikke lar seg forklare – selv ikke i ettertid med riktige tall på de variable vi mener påvirker kursen.

For ledere av bedrifter i konkurranseutsatt sektor vil bedre kunnskaper om måter å avdekke valutakursrisiko på, og bedre evne til å bruke egnede instrumenter, være nyttig. Om vi i hovedsak vil ha å gjøre med svingninger rundt hva som må kalles likevektsnivå, er en volatil valutakurs mindre å bekymre seg over. Men om kronen blir liggende varig på et altfor sterkt nivå, har vi et problem. Hva gjør myndighetene da?

Nye retningslinjer – eller presisering av de gitte – er en mulighet. Åpne høringer i Stortinget der ledelsen i Norges Bank må redegjøre for sin tenkemåte, er en annen.

Ulempen i begge tilfeller – i tillegg til personlig prestisje og andre menneskelige faktorer – er at en annen tolkning, i retning av det jeg har kalt ”kontinuasjonslinjen”, er vanskeligere å få troverdighet for nå, idet kronkursen i snart et år har ligget på den sterke siden av utgangsløpet.

Eller myndighetene – i håp om at udekket renteparitet vil virke og kronen svekke seg tilsvarende - gjør ingen ting.

Hva med euroen?

Det er en utbredt misforståelse at Norge – fordi vi har en så dominerende oljesektor – trenger en egen valuta. Hvis det var slik at inntektene fra oljevirkksomheten gikk inn i økonomien som inntekt fra annen privat næringsvirksomhet, og ble stort sett løpende brukt opp, ville argumentet hatt noe for seg. Men oljesektoren er preget av to forhold, som har klare valutapolitiske implikasjoner:

- Staten mottar hovedtyngden av renprofitten fra oljevirkksomheten (grunnrenten)
- Bruken av oljeinntektene (som egentlig er en formue) skal strekkes langt ut i tid

I tillegg, må vi huske på, er ikke oljesektoren, inklusive landbasert virksomhet med direkte tilknytning til produksjonen i Nordsjøen, større enn landbruket her i landet hva gjelder sysselsetting. Det er snakk om ca. 70.000 årsverk begge steder.

Behovet for en endring i valutakurs – i form av en realappresiering – får vi først når oljepengene skal *brukes*.⁵ Selve omdanningen av formue, fra olje og gass på havets bunn, til likvide fordringer på utlandet, skal ikke ha noen virkning på valutakursen. ”Skal ikke”, i betydningen ”bør ikke” og – etter læreboken - ”vil ikke”. Men hva er realiteten? Jo, at politikerne ikke klarer å unngå å bruke litt av dem. Hvilket ”skal” (og ”bør”) gi en viss realappresiering. Og dernest – og i denne sammenheng langt viktigere – at markedet, når det ser høyere oljepriser og et voksende oljefond, kombinert med høy norsk rente, jager kronkursen nedover, dvs. tvinger frem en nominell appresiering langt utover hva den underliggende realøkonomiske situasjonen tilsier er passende.

Finansmarkedene får det vanligvis som de vil – selv når de tar feil.

Hvilke konsekvenser får det når finansmarkedene påfører oss en for sterk krone? Det ser vi i disse dager. Industrien slår alarm. Det blir økt press for næringspolitiske tiltak. Videre blir det økende krav om en gjenopplivning av solidaritetsalternativet. Men dette alternativet fordrer en stabil valutakurs. Sagt på annen måte, det er lite meningsfylt å pålegge partene i arbeidsmarkedet ansvaret for konkurranseevnen, når den nominelle valutakursen er jokeren i spillet. Ikke dermed sagt at fire-fem år med et par

⁵ I andre råvareproduserende land, som New Zealand, Canada og Australia, blir løpende produksjon og løpende inntekt i privat sektor i stor grad påvirket av skiftninger i bytteforholdet med utlandet. Dette er i langt mindre grad tilfelle i Norge. Og behovet for endring i valutakurs, i lys av endringer i bytteforhold, blir tilsvarende mindre i vårt land.

prosentpoengs høyere nominell lønnsvekst i Norge enn i andre land hvert år ikke er problematisk. NHO/LO og de andre organisasjonene har et ansvar her. Men når presset i valutamarkedet, med bakgrunn i oljepris og oljefond, drar kronen i været, da har vi et problem som ikke partene i arbeidsmarkedet kan løse. Å tro det – slik Norges Bank synes å gjøre – er naivt.

Nettopp fordi dominerende aktører i de internasjonale finansmarkedene kan ha en annen oppfatning av hva som er en riktig kronkurs enn hva bibehold av en passe stor k-sektor i Norge skulle tilsi, fremstår det å ta euroen i bruk som et interessant alternativ.⁶

Mer om bruk av euroen i Norge

Om vi skulle ønske å ta euroen i bruk, vil to sett av utfordringer møte oss – på det politiske og på det økonomiske planet henholdsvis.

Er medlemskap i EU en forutsetning for at euroen skal erstatte kronen? Mange synes å mene det. Jeg tror ikke at så er tilfelle. For ECB ville norsk bruk av euro innebære et rentefritt lån til EMU-landene på 45-50 milliarder kroner (eller 6-7 milliarder euro), tilsvarende den seddelmengden (inklusive skillemynt) vil ville ha behov for. Med fire prosent i rente gir dette nærmere 2 milliarder kroner i årlige overføringer. Ikke småpenger. I tillegg vil det trolig være prestisje å hente for ECB om andre land - som Norge – går over til å bruke euroen. Eventuelt kunne vi ta med oss vår EØS-partner, Island, om et fremstøt om bruk av euro skulle modnes frem.

Vi må også huske på at dollarisering i Latin-Amerika ikke har fordret noen velsignelse fra den amerikanske sentralbanken. I land i Sentral- og Øst-Europa synes en tilsvarende ”spontan euroisering” å være på gang.

De økonomiske utfordringene kan deles i to:

- Hva er passende kurs å gå inn på?
- Hvordan vil euro i Norge virke?

Trolig vil en europris i det opprinnelige utgangsløyet, dvs. rundt 8,30 kroner, være passende. Men en pris ned mot åtte kroner blank, er også til å leve med. Dagens kurs, der en euro koster mindre enn 7,40 kr, er ikke til å leve med - ikke leve godt med, i hvert fall. Da vil k-sektor krympe fortere enn ønskelig. Økende arbeidsløshet her, kombinert med uløste oppgaver i offentlig sektor, og et voksende statlig oljefond, vil presse frem en mer ekspansiv finanspolitikk. Gitt velgernes preferanser, hovedsakelig i form av økte offentlige utgifter snarere enn i form av økte private utgifter, dvs. ved lavere skatter.

Det norske problem her – om det skulle bli aktuelt å gå over til euro – ligner litt på britenes. I Storbritannia blir det trolig folkeavstemning til våren om overgang til euro.

⁶ Se mer om argumentasjonen her i ”Er eurotilknytning så ille? Tiden baner veien for bruk av euro i Norge”, av Arne Jon Isachsen og Espen Moen, *Sosialøkonomen* nr. 9, 1999, ss.14-16

Men med et pund i sterkeste laget, er det behov for å prøve å styre kursen ned mot et passende nivå.⁷ Her må man nok ta i bruk både verbale- og mer konkrete virkemidler.

Den andre økonomiske utfordringen går på virkemåten til en norsk økonomi der euro er pengeenheten. Den gode nyheten først – og selve rasjonale for en slik ordning – er at valutakursen som en interessant og viktig pris, forsvinner. Gitt at Storbritannia, og også Danmark og Sverige sann ”småningom” kommer med, vil den felles mynten dekke mer enn to tredjedeler av vår tradisjonelle eksport. Om prisen på euro målt i dollar og yen skulle svinge en del, vil det merkes for enkelte sektorer og bedrifter. Men for norsk økonomi i et større perspektiv vil slike svinginger bety lite.

Et ord om olje er her på sin plass. Forestillingen om at vi bør binde kronen til dollar snarere enn til euro, fordi olje prises i kroner, er en blindgata. Verdien av olje og gass er hva disse varene kjøper av andre varer og tjenester. Hvilken valuta de prises i er helt uten interesse, annet enn på svært kort sikt.

Så den dårlige nyheten. Med euro som myntenhet i Norge, mister vi styringen av renten. Den renten som næringsliv og husholdninger i dag står overfor, ville bli kraftig redusert, fra 8-9% til 5-6%. Boligprisene ville igjen skyte i været. Aksjemarkedet ville fått en stimulans. Begge deler ville kunne føre til økt innenlandsk etterspørsel. Inflasjonen i Norge ville trolig bli blant de høyeste i Eurolandene.

I denne sammenheng er erfaringene til Irland av interesse. Her har man en inflasjon på godt over 4%. Denne takten for innenlandsk prisstigning er uproblematisk hva gjelder den eksterne balanse. Med en produktivitetsvekst i irsk industri godt over hva andre Euroland makter (og med om lag samme produktivitetsvekst i skjermet sektor), er det behov for en realappresiering for Irland, basert på KPI (Balassa-Samuelsoneffekten). Med felles mynt fordrer dette høyere inflasjon. Baksiden av medaljen er en for lav realrente og en boblepreget utvikling i eiendomsmarkedet.

For Norge vil lavere nominell rente og høyere inflasjon bety en realrente ned mot null, slik Irland erfarer det. Om man sløyfet rentefradraget ved skattelegging av husholdninger, ville dette bidra til å heve realrenten etter skatt – og kanskje å unngå at den ble negativ.

Hva sier sentralkansjefen?

I et foredrag av 6. september 2002 diskuterer Svein Gjedrem hvilken betydning forventninger har for valutakursen.⁸ Han peker på at

⁷ Kunsten er å unngå den tabben Churchill gjorde i 1925, da han gjeninnførte gullinnløsningsplikten på et kursleie som var 10-12% for sterkt. Den største bommert i sitt liv, som han senere selv erkjente, se *Winston Churchill. Kampen for å overleve*, skrevet av Lord Moran, Churchills livlege. 1966, side 239.

⁸ ”Sentralkansjens oppgave”, innlegg på en konferanse arrangert av Fafø og Makt- og demokratiutredningen. Finnes på hjemmesiden til Norges Bank.

”... aktørene flytter store midler basert blant annet på sine forventninger om hvordan den økonomiske politikken vil bli og om utviklingen i økonomien.”

Og videre at tilpasningen

”... kan skifte fra å være svært rasjonell til flokkadferd” (som presumptivt ikke er det.)

Som et tredje poeng trekker han frem at temaer som markedet følger

”... og som styrer kurs- og renteutviklingen, endrer seg.”

Her gir sentralbanksjefen til beste tre sentrale observasjoner som alle underbygger valutamarkedets iboende upålitelighet. Vi skjønner bedre Rogoffs utsagn om hvor vanskelig det er, ex post, å forstå bevegelser i valutakurser, og det umulige i å predikere dem ex ante.

Med spenning leser vi videre – hvilke remedier vil han foreslå? Hvordan navigere i dette urene farvannet? Sentralbanksjefen fortsetter med å si

”...at myndighetene må opptre langsiktig og forutsigbart. Myndighetene må være troverdige og skape tillit. Det må være godt samsvar mellom det som sies om målene og det som faktisk blir gjort for å nå dem.”

Dette blir en nedtur. Først forteller Gjedrem oss at valutamarkedet er ustyrlig og tidvis lite rasjonelt (i betydningen av at valutakursen kan være feil, lenge). Så tilbyr han forutsigbarhet og redelighet fra sentralbankens side. Men vil dette gi de ønskede resultater? Må man ikke søke å gripe direkte inn i de forhold som tidvis kjører valutakursen altfor langt i en retning - nemlig forventningene som dannes i markedet? Det er precis hva tilbakevendingsregelen gjorde for oss i årene 1994-2001. Og med stor suksess.

Er tilbakevending til tilbakevendingsregelen – mens vi venter på euroen – verdt å vurdere? Hvordan man rent praktisk skulle re-etablere denne regelen, blir i så fall et viktig spørsmål. En kurs rundt åtte kroner måtte man sikte mot – snarere enn dagens på rundt 7,30 til 7,40 kr pr. euro.

Et siste trekk i dagens bilde. Eksterne eksperter på pengepolitikk er helt klare i sin vurdering: Den praktiske gjennomføringen av norsk pengepolitikk er glimrende. Og det til tross for et noe mangelfullt legalt rammeverk. Det er konklusjonen i Norges Bank Watch 2002, ført i pennen av professor Lars E.O. Svensson.⁹ Men sett at Norges Bank

⁹ “An independent review of monetary policy and institutions in Norway”, av Lars E.O. Svensson, Kjetil Houg, Haakon O.Aa. Solheim og Erling Steigum, Centre for Monetary Economics, Handelshøyskolen BI, 19. september 2002. Her blir også påstanden om en for sterk valuta kontant avvist. Man konstaterer at i det lange løp kan ikke pengepolitikken påvirke det gjennomsnittlige nivået for den reelle valutakursen. Det foreslås at henvisningen til valutakursstabilisering i forskriften for Norges Bank tas ut.

likevel tar feil? Sett at de økonomiske resonneringer, som norsk pengepolitikk bygger på, ikke holder?

Noen avsluttende kommentarer

I det foreliggende notatet legges en annen oppfatning av finansmarkeders virkemåte til grunn enn det Norges Bank – og Norges Bank Watch - gjør. Kanskje kunne man si at jeg har et mer keynesiansk syn, kfr. hans ”beauty contest” eksempel. Som Robert Shiller¹⁰ tror jeg at det tidvis er viktigere å prøve å forstå de modellene aktørene har i bakhodet, når de treffer sine beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer, enn å prøve å få tak på hvordan ”den rette modellen” ser ut.

Det spesielle i den norske situasjonen er hvordan et raskt voksende statlig oljefond virker inn på aktørenes persepsjon av norsk økonomi generelt og på ønskeligheten av å sitte med fordringer i norske kroner spesielt. Dersom et voksende oljefond gjør kronen særlig attraktiv – og et høyt rentenivå trekker i samme retning – kan resultatet lett bli at vår valuta er altfor sterk altfor lenge. ”Verdipapirprisen” på euro i kroner blir særdeles lite velegnet for den ”faktureringsoppgaven” som valutakursen også har. Resultatet kan bli alvorlige realøkonomiske problemer.

Vanlige mekanismer, så som at betydelige låneopptak i utlandet for finansiering av underskudd på driftsbalansen presser frem en svakere valuta, vil ikke fungere for norsk økonomi. Er det noe vi ikke har mangel på så er det andre lands penger. Med en for sterk valuta, som slår ut et betydelige antall bedrifter i k-sektor, blir kravet om økt bruk av oljepenger innenlands, vanskelig å motstå. Kombinasjonen av økende arbeidsløshet, lengre køer for offentlige ytelser og et voksende oljefond vil trolig føre til ytterligere vekst i offentlige utgifter.

Vi må også regne med klare hysterese-effekter, dvs. bedrifter som legges ned pga. en for sterk valuta vekkes ikke til live igjen, som en annen Tornerose, bare valutakursen vender tilbake til et passende leie. Strukturen i norsk økonomi blir annerledes enn den ville ha blitt om valutakursen hadde holdt seg nær sitt opprinnelige utgangsløse.

Helt til slutt: Klart jeg deler det syn at pengepolitikk i seg selv ikke kan skape verdier. Det beste pengepolitikken kan gjøre er å legge forholdene til rette for solid verdiskapning i realøkonomien. Men dårlig pengepolitikk kan øde verdier.

¹⁰ Se hans bok *Market Volatility* MIT Press, 1989.