

The BI logo consists of the letters 'BI' in a bold, white, sans-serif font, enclosed within a white square border. The logo is positioned in the top right corner of the dark blue background.

**BI**

Working Paper Series 1/03

## **FIRE ÅR MED EURO**

Arne Jon Isachsen

CME/BI

Januar 2003

The CME logo features the letters 'CME' in a white, serif font, centered within a dark blue circle. This circle is partially overlapped by a larger, light grey circle, creating a layered effect. The logo is located in the bottom left area of the page.

**CME**

Centre for Monetary Economics,  
BI Norwegian School of Management

## FIRE ÅR MED EURO

Den 1. januar 1999 ble elleve europeiske valutaer erstattet av euro, EUs nye fellesvaluta. I starten eksisterte euro kun i form av kontopenger. Klingende mynt og knitrende sedler kom ikke på markedet før tre år senere. Men så gikk det kjapt. I løpet av januar og februar 2002 måtte de vel 300 millioner innbyggerne i de tolv Eurolandene – Hellas kom til i 2001 – skifte ut sedler og mynt i nasjonale valuta med håndfaste penger i euro.

### BOKS 1: TRE ÅR MED PARALLELLE VALUTAER

EUs pengesystem i årene 1999-2002 var – mildt sagt – temmelig spesielt. Euro var felles pengeenhet, samtidig som folk kunne betalte med mark i Tyskland, med franc i Frankrike, med escudos i Portugal osv.

For at man med ulike penger likevel skal ha et felles pengesystem kreves to ting: Vekslingsforholdene mellom de ulike pengene må være helt faste. Det var de, ved at nasjonale valutaer ble låst mot euro til en helt fast kurs. Eksempelvis var 195,583 tyske mark verdt eksakt 100 euro, på samme måte som 655,957 franske franc var det. Hvilket innebar at 100 tyske mark eksakt tilsvarte 335,385 franske franc.

Den andre betingelsen er at det må være én – og bare én – instans som står for styringen av pengetilførselen. Den europeiske sentralbanken (ESB) gjorde – og gjør - det.

Etablering av Økonomisk og Monetær Union (ØMU) i EU innebærer et steg inn i det ukjente, både økonomisk og politisk. Vellykket navigering i nytt farvann fordrer

- god observasjonsevne – hva er det som skjer?
- gode analyser - hvorfor skjer det som skjer?
- god evne til handling – hva gjør vi nå?

Hvorvidt prosjektet felles mynt i Europa skal anses som vellykket kan vi vanskelig si noe om før etter et tiår eller to. Evnen og villigheten til læring underveis – herunder tilpasning av institusjoner og revurdering av preferanser – er avgjørende for om ØMU skal bli en suksess eller ikke.

I dette notatet<sup>1</sup> ser vi først nærmere på bakgrunnen for etablering av felles mynt i EU. Dernest redegjør vi for hva man forventet av prosjektet og for hvordan det har gått – så langt. Atferden til Den europeisk sentralbanken er viet et eget avsnitt. Det er også Vekst- og Stabilitetspakten som legger føringer for finanspolitikken i den enkelte Euroland. Spørsmålet om ulik inflasjon mellom land med samme valuta er et problem eller ikke, blir dernest diskutert.

---

<sup>1</sup> Takk til Pål Haugerud og Fridtjof Berents for gode kommentarer til et tidligere utkast. Videre takker jeg Knut-André Ask Kristiansen for en meget god jobb med alle figurene i dette notatet.

Notatet avrundes med noen betraktninger om utviklingen fremover. Blir flere land med? Vil euroen bli en alvorlig konkurrent til den amerikanske dollaren?

## 1 Bakgrunn

I den nederlandske byen Maastricht ble avtalen om Økonomisk og Monetær Union i EU ferdigforhandlet i desember 1991. Avtalen ble deretter ratifisert i de respektive EU-landene, dog således at Storbritannia og Danmark fikk anledning til å stå utenfor pengeunionen. Sverige som kom med i EU i 1994, tok ikke forbehold om bibehold av egen valuta. Imidlertid valgte Sverige å beholde sin krone – noe de øvrige EU-landene kan styre sin begeistring for. (I skrivende stund – januar 2003 – ligger det an til en folkeavstemning for eller imot euro utpå høstparten. Om folket sier ja, må Sverige binde sin krone rimelig fast til euro i to år. Det betyr euro i Sverige 1. januar 2006.)

Snaue året etter at Maastricht-avtalen så dagens lys, brøt det ut stor uro i de europeiske valutamarkedene. Storbritannia forlot fastkurssystemet (ERM, som står for Exchange Rate Mechanism) i september 1992. Italia, Spania, Irland og Portugal måtte alle skrive ned verdien av sine valutaer mot tyske mark. Spania hele tre ganger på under ni måneder. Den etterfølgende høsten ble svingningsmarginene i ERM utvidet fra 4,5% til 30%. Tanken om fast kurs mellom EUs valutaer virket ikke veldig realistisk.

Egentlig minnet situasjonen mye om den man hadde tidlig på 1970-tallet. Arbeidet med et system basert på helt faste valutakurser mellom de daværende EEC-landene var nettopp lagt frem, da det brøt ut stor uro i de internasjonale valutamarkedene. Den såkalte Werner-planen ble lagt i skuffen – og ble liggende der. Maastricht-avtalen tyve år senere lot seg imidlertid ikke stoppe av ustabile valutamarkeder. Hvorfor denne forskjellen? Tre forhold kan trekkes frem:

- Både teoretisk og empirisk forskning i de mellomliggende årene pekte klart i retning av at aktiv penge- og valutapolitikk i det enkelte land ikke har varige effekter.
- Flytende kurser, som verden i stor grad endte opp med i 1973, hadde gitt ustabile kurser og ikke de gunstige realøkonomiske virkningene som mange hadde forventet.
- Frie kapitalbevegelser – som man fikk i 1990 - lar seg vanskelig forene med stabile valutakurser. Innen EU ville svingninger i valutakurser som ikke hadde grunnlag i realøkonomiske forhold, lett kunne føre til politiske gnisninger: Land som opplever en uønsket svekkelse av konkurransevnen, kommer på kant med andre land i unionen. Med felles valuta kan man tillate frie kapitalbevegelser – uten frykt for volatile valutakurser.

I tillegg kommer Den menneskelige faktor, som Graham Greene ville ha sagt: Helmut Kohl - tysk kansler gjennom 16 år. Kohl så felles mynt som en viktig brikke i arbeidet med å skape et forent og krigsfritt Europa. Fred gjennom integrasjon. Til tross for at Bundesbank - ved etablering av ØMU - ville miste mye av sin makt, og Tyskland den prestisjen og den auraen som den tyske mark hadde opparbeidet, gikk landets statsminister inn for avskaffelse av landets valuta.

Hva fikk Kohl igjen for dette? Kanskje den franske statsministerens aksept for tysk gjenforening? Men trolig viktigere for Helmut Kohl var det politiske poenget han selv har uttrykt slik: ”Tyskland er vårt moderland (eller ”Vaterland”, som det heter på tysk), men Europa er vår fremtid.”

Lav inflasjon og lav rente, i tillegg til orden i de statlige finansene, var klare krav som måtte tilfredsstilles for at det enkelte EU-land skulle kunne ta euroen i bruk. I Amsterdam i 1997, ved møte i Europarådet, som består av regjeringssjefene i EU-landene, og som er EUs øverste organ, ble det enighet om at to av disse såkalte konvergenskravene skulle gjelde også *etter* inntreden i ØMU:

- Det enkelte land skal ikke ha underskudd i de offentlige finansene det enkelte år som overstiger 3% av BNP.
- Det enkelte land skal ikke ha en offentlig bruttogjeld som overstiger 60% av BNP.

Tyskland, med sin stabilitetsorienterte økonomiske politikk, var pådriver for denne pakten. I og med at Tyskland hadde mest å tape på oppgivelse av egen valuta, var det ikke urimelig at landet fikk gjennomslag for Vekst- og Stabilitetspakten. Desto mer ironisk er det at Tyskland, sammen med Portugal, er det første landet som har fått problemer med denne pakten, i det Kommisjonen i EU i januar 2002 anbefalte Rådet å gi disse to landene en advarsel om uansvarlig finanspolitikk. Europarådet avvist imidlertid denne anbefalingen snaue to uker senere.

## 2 Hva man forventet

De forventede fordelene av felles mynt er av *mikroøkonomisk* karakter – de enkelte markedene vil fungere bedre. De forventede ulempene med felles mynt har styring av aggregert etterspørsel å gjøre, dvs. er av *makroøkonomisk* art.

En åpenbar fordel med euro er at veksling mellom deltakende lands valutaer opphører. Videre blir det enklere for bedrifter som har forretninger over landegrensene, å holde orden på sine regnskaper etc. Slike forenklinger var beregnet å gi en engangsgevinst på om lag 0,4% av BNP. Selv om bankene taper penger når veksling i valuta reduseres, er det klart en samfunnsøkonomisk gevinst at man nå kan frigjøre én person av 250 fra pengeveksling etc. som det nå ikke lenger er behov for, til annet arbeid, som det er behov for.

Den viktigste fordel med felles mynt er imidlertid denne:

- Prissignalene blir klarere og konkurransen skarpere. Det borger for en bedre utnyttelse av ressursene.

Noen andre forventede fordeler med felles mynt, som i hovedsak følger av at prisbildet blir klarere og markedene større, er følgende:

- Økt handel
- Dypere og mer likvide kapitalmarkeder
- Økning i direkte investeringer over landegrensene

Med felles valuta blir rentene sammenfallende. Myndighetene i det enkelte ØMU-land kan ikke lenger bruke renten for å regulere samlet etterspørsel. Heller ikke er det mulig å skrive ned verdien av sin valuta, om en uønsket forverring av konkurranseevnen skulle tilsi behov for det. Med felles mynt blir således arsenalet av virkemidler som myndighetene har for å styre samlet etterspørsel i økonomien på kort sikt, mindre.

Et par kommentarer skal knyttes til dette.

- Fravær av renten som stabiliseringspolitisk virkemiddel er mindre alvorlig for land (eller regioner) der konjunkturforløpet er temmelig sammenfallende. Hvorfor det? Fordi den felles renten som felles mynt nødvendigvis fører til, trolig vil passe landene ganske bra.
- Man skal ikke se bort fra at med kunnskap om at rente- og valutakurs ikke lenger er virkemidler det enkelte lands myndigheter rår over, kan virkemåten til økonomien på andre områder endre seg. Tidlig på 1990-tallet, i kjølvannet av Sovjetunionens oppløsning, opplevde Finland en dramatisk reduksjon av eksporten til Sovjet og en like dramatisk økning i arbeidsledigheten. Behovet for forbedring av finsk konkurranseevne ble påtrengende. Man prøvde – og fikk nesten til – en reduksjon i lønnsnivået som skulle gjelde alle. Men bare nesten. Alternativet man den gang hadde – nemlig en nedskrivning av den finske marken – ble i stedet valgt. Om dette alternativet ikke hadde eksistert, mon tro om ikke da en lønnsreduksjon hadde blitt gjennomført?

## BOKS 2: FELLES VALUTA OG FISKAL FORSIKRING

Det er lettere å leve med samme valuta om det forholder seg slik at regioner som opplever nedgangskonjunkturer, blir hjulpet av regioner i en oppgangsfase. Slik er det innen det enkelte land. Om næringsvirksomheten i Bergen skulle dabbe av og arbeidsledigheten øke, ville det bety mer ressurser til Bergen ved at betaling for arbeidsledige er et statlig anliggende, og ikke et lokalt. Ved neste korsvei er det kanskje Oslo som har økonomiske problemer, og Bergen ender opp i en periode å bidra mer til statskassen enn hva byens borgere får ut av den.

Ordningen som her er skissert, innebærer en form for fiskal forsikring. Beregninger for USA tyder på at for hver 100 dollar i redusert aktivitetsnivå i en delstat blir innbyggerne kompensert med 20-30 dollar i form av økte overføringer fra de føderale myndighetene. Innen EU er det ingen tilsvarende mekanisme. Nedgangstider i ett land må landets egne innbyggere bære.

Fravær av slike forsikringsordninger har gjort mange skeptiske til prosjektet felles mynt i EU. Men med en skatteinngang til EU sentralt på mellom en og to prosent av BNP av verdiskapningen, der om lag halvparten av midlene går til ulike støtteordninger for jordbruket, har man ganske enkelt ikke økonomiske midler til en slik forsikringsordning

Hvordan felles mynt for ØMU-landene ville virke kunne ingen med sikkerhet på forhånd vite. Ville konjunkturforskjeller skape opprivende konflikter og klare motsetninger i synet på hva som er passende rentepolitikk? Ville kravet om balanse i offentlige finanser virke som en hemske for en kraftig motkonjunkturpolitikk? Ville kapitalmarkedene hurtig bli integrerte og direkte investeringer over landegrensene ta seg kraftig opp? Og hva med arbeidsmarkedet – ville fravær av egen valuta føre til et mer fleksibelt arbeidsmarked der lokale forhandlinger spiller større rolle?

### **3 Hvordan det har gått: Mikroøkonomiske erfaringer så langt**

Handelen mellom ØMU-landene økte med 20% i løpet valutaunionens tre første år. I samme periode økte direkteinvesteringer over landegrensene innen Euroland (eller ØMU-området) med en faktor på fire. Enklere sagt, fire ganger så mye midler brukte bedriftene i ØMU-området til etablering av fabrikker og annen økonomisk virksomhet i hverandres land enn hva som var bildet tidligere.

Storbritannia, som pleide å motta om lag halvparten av direkte investeringer inn i Europa fra verden for øvrig, har opplevd en halvering av denne andelen – nå skjer bare en fjerdedel av slike etableringer på de britiske øyer. En god del av forklaringen på dette må søkes i at Storbritannia har valgt å holde fast på egen valuta.

Utviklingen i aksjemarkedene i Euroland viser større grad av samvariasjon. Felles mynt kombinert med mer integrerte aksjebørser betyr at diversifiseringsgevinster i større grad nå må hentes ved allokering av kapitalen over bransjer snarere enn over land.

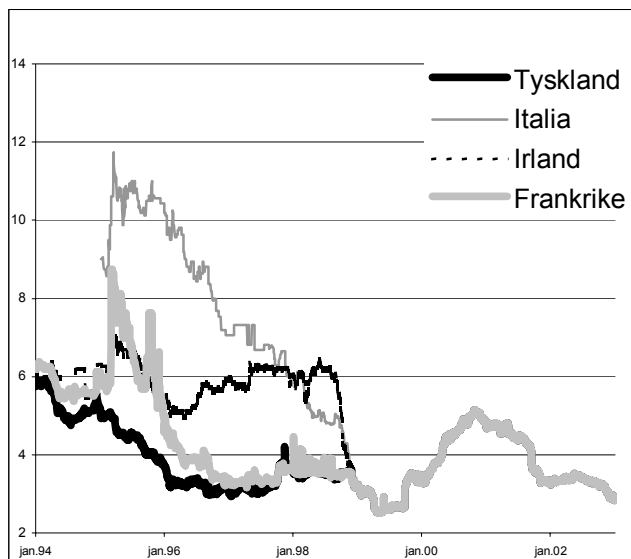
De tre største aksjebørsene i ØMU-området - London Stock Exchange, Euronext og Deutsche Börse – har ulike modeller for den videre utviklingen. Det vanskeliggjør arbeidet med et mer integrert marked for egenkapital. Men at strukturendringer vil tvinge seg frem som gjør at egenkapitalmarkedet i Europa etter hvert vil ligne mer på det man finner i USA, er det liten grunn til å tvile på.

Felles mynt har bidratt til en akselerasjon i tempoet for konsolidering av banksektoren innen det enkelte Euroland. Færre og større banker. Integrasjonen over landegrensene går imidlertid mye tregere. Det har sammenheng med folks og politikeres motstand mot å se at nasjonale ”finansielle flaggskip” kommer over i utenlandsk eie.

Det korte interbankmarkedet for euro fungerer meget godt. De store aktørene står overfor helt like betingelser. For 3-måneders statspapirer virker også markedene godt. Figur 1a

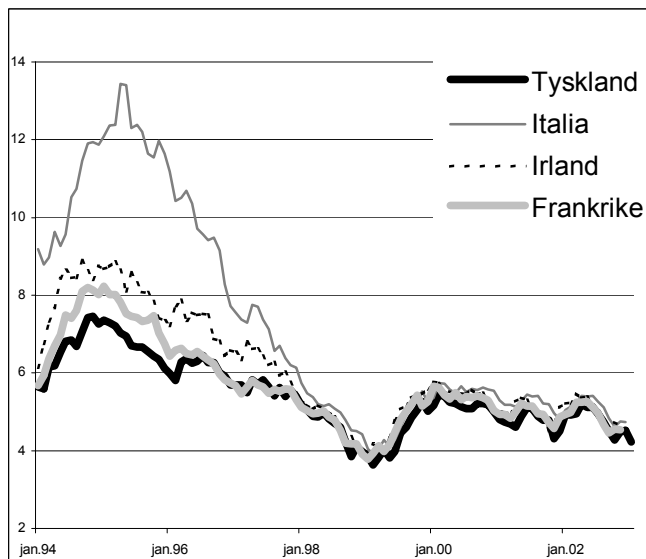
viser utviklingen av denne renten for fire land for perioden 1994-2002. Fra 1. januar 1999 er rentene så godt som sammenfallende. En nærmere granskning av tallene viser at renten på tyske statskasserveksler gjerne ligger noen få basispunkter under andre lands korte statsrenter. Det skyldes noe bedre likviditet i tyske papirer.

Figur 1a: Renter på 3-måneders stat, Januar 1994 - Januar 2003, daglige observasjoner, for fire Euroland



Kilde: Datastream

Figur 1b: Renter på 10-års stat, Januar 1994 - Januar 2003, månedlige observasjoner, for fire Euroland



At innføring av felles mynt har gitt sammenfallende renter også for lange statsobligasjoner, kommer klart frem av panel b i figur 1. Her er imidlertid renteforskjellene noe større. Det kan ha sammenheng med større forskjeller i likviditet, men også med ulik vurdering av kredittisiko. Den europeiske sentralbanken (ESB) skal ikke trå støttende til dersom myndighetene i et Euroland får problemer med betjening av sin statsgjeld.

Markedet for obligasjoner utstedt av private bedrifter er preget av en rivende utvikling. Store foretak som tidligere i stor grad var begrenset av det innenlandske kapitalmarkedet – bl.a. av frykt for virkninger av uregjerlige valutakurser ved lån i andre land – står nå i en helt ny situasjon. Den kan enkelt eksemplifiseres ved Olivettis overtakelse av Telecom Italia. Denne overtakelsen krevde en uhorvelig stor mengde penger – mer presist et obligasjonslån på hele 15,65 mrd. euro (eller om lag 170 mrd. kr). Med lire som mynt i Italia, snarere enn euro, ville Olivetti i hovedsak bare kunne henvende seg til italienske sparere for salg av obligasjoner i innenlandsk valuta. Med euro på plass var det seks ganger så mange potensielle kjøpere av Olivettis gjeldspapir. Uten euro er det tvilsomt om denne fusjonen ville ha blitt gjennomført.

Selskaper i ØMU-området har en relativt liten andel av sin finansiering direkte fra markedet. Mens obligasjonslån lagt ut av foretak i Euroland tilsvarte 11% av BNP i 2001, var det tilsvarende tallet 27% for USA. I stedet låner europeiske foretak fra bankene (som

i sin tur legger ut obligasjonslån). I 1999 tilsvarte næringslivets lån i bankene 45% av BNP i Euroland mot bare 13% i USA.

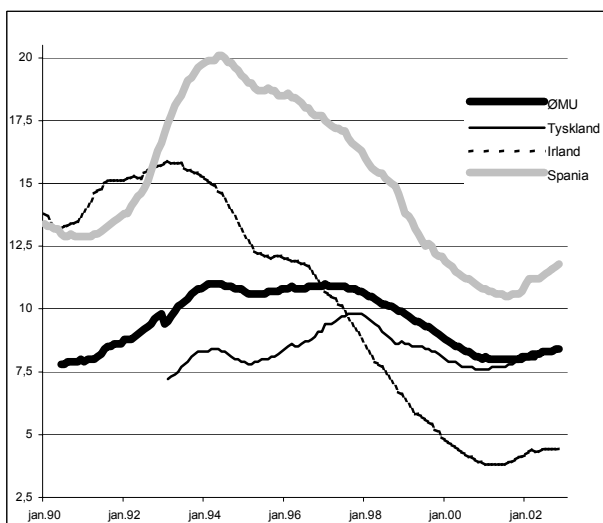
For husholdninger og småbedrifter tilsier ulike rettsregler, ulike oppgjørssystemer og ulik struktur for finansiering av økonomisk virksomhet at kapitalmarkedene i Euroland fortsatt vil være temmelig segmenterte. Tall fra OECD viser at renten på sammenlignbare pantelån i desember 2001 varierte fra 4,5% i Finland til 6,3% i Frankrike. En grunn til at en franskmann som heller vil finansiere sin bolig i en finsk bank enn i en fransk, møter problemer, er ulike regler for håndtering av pantesikkerhet. En annen er manglende kunnskaper om disse forskjellene. Og en tredje, alt bryet med å lære seg finsk.

Tiltak for harmonisering av regelverk og praksis, bl.a. håndtering av pantstillelse, legges det stor vekt på i ØMU. En handlingsplan er utarbeidet, der 42 konkrete tiltak er satt opp. Godt over halvparten er allerede (januar 2003) vedtatt, og de gjenværende skal bankes gjennom innen utgangen av 2005. Men fra vedtak til handling vil også kreve sin tid.

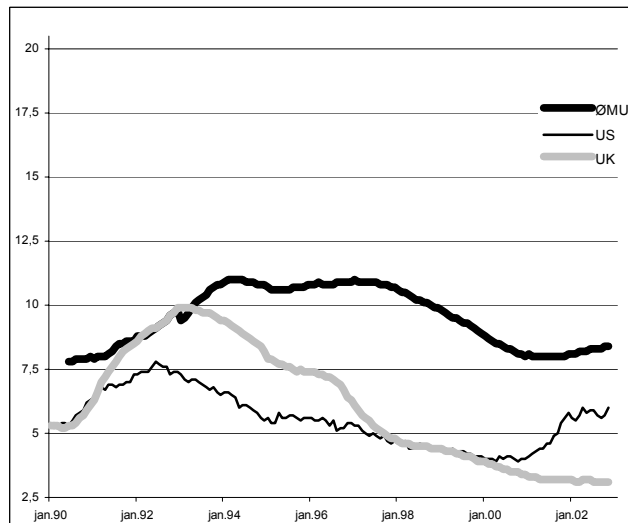
#### 4 Hvordan det har gått: Makroøkonomiske erfaringer så langt

I årene frem mot etablering av felles mynt måtte mange fremtidige Euroland kjøre en stram finanspolitikk. Det hadde sammenheng med kravet om små underskudd i statsfinansene. Et relativt høyt rentenivå med sikte på lav inflasjon – som også var et krav for deltakelse i ØMU – førte til en ytterligere dempning av samlet etterspørsel. Denne politikken bidrog til en økning i arbeidsløsheten. For Euro-området sett under ett økte arbeidsløsheten fra vel 7,5% i 1990 til over 10% i mai 1998, da beslutningen om hvilke land som kvalifiserte for ny valuta, ble fattet. De neste par årene faller arbeidsløsheten ned mot nivået fra 1990. Figur 2a viser store variasjoner mellom de fire Euro-landene, som vi her ser på. Legg merke til den kraftige reduksjonen i irsk arbeidsløshet.

Figur 2a: Utviklingen i arbeidsløsheten for Tyskland, Irland, Spania og ØMU-området, 1990-2002. Månedlige data.



Figur 2b: Utviklingen i arbeidsløsheten for ØMU-området, Storbritannia og USA, 1990-2002. Månedlige data.



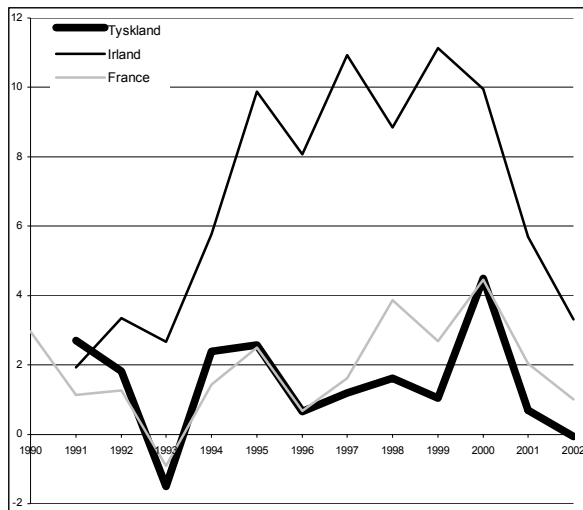
Kilde: Datastream



Sammenlignet med ”utenforlandet” Storbritannia og med USA kommer ØMU-landene temmelig dårlig ut, hva gjelder utviklingen i arbeidsmarkedet fra 1990, se panel b.

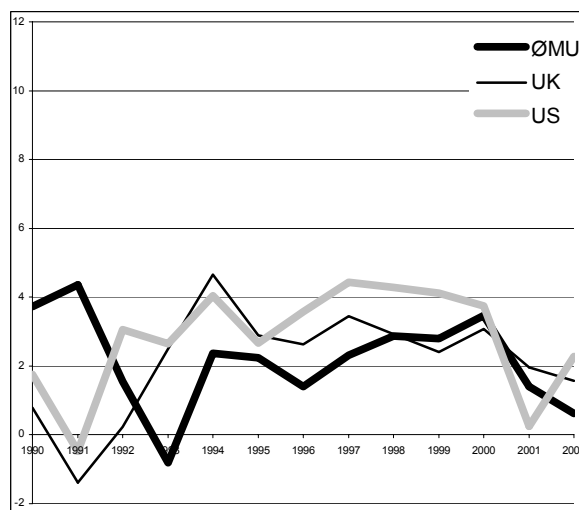
For perioden 1990-1998 var den realøkonomiske veksten i ØMU-området på gjennomsnittlig 2%. De tre først årene med euro (1999-2001) holdt veksten seg godt oppe i Euroland. For 2002 tyder foreløpig tall på en økningen i verdiskapningen i ØMU-området klart under 1% , se figur 3a.

Figur 3a: Realøkonomisk vekst for Tyskland, Irland, Spania og ØMU-området for årene 1990-2002



Kilde: Datastream

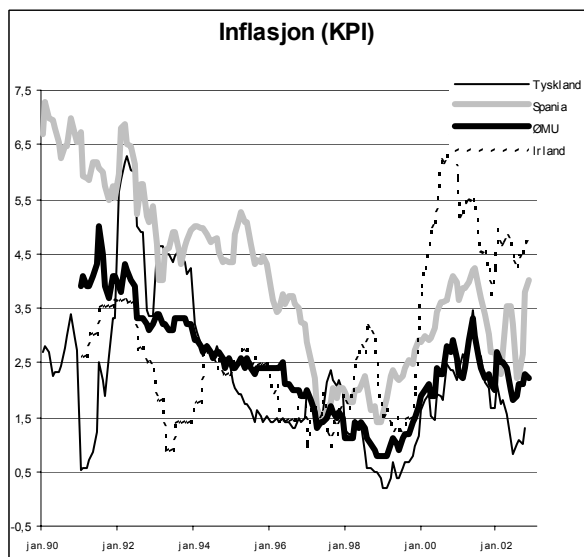
Figur 3b: Realøkonomisk vekst for ØMU-området, Storbritannia og USA for årene 1990-2002



Sammenlignet med USA og Storbritannia har ikke den økonomiske veksten i ØMU-området fra 1990 og utover vært spesielt god, se panel b i figur 3. Imidlertid har den store optimismen i USA fra slutten av 1990-tallet - rundt mulighetene for en varig høyere produktivitetsvekst - etter hvert blitt tonet kraftig ned. På teknologibørsen NASDAQ falt indeksen fra 5.049 den 10. mars 2000 til 1.423 vel halvannet år senere.

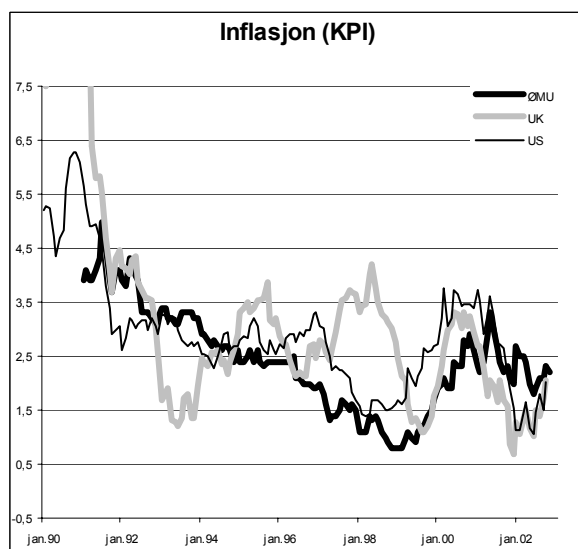
Hva gjelder den makroøkonomiske variabelen vi er spesielt opptatt av her – i lys av temaet felles mynt og pengepolitikk – den årlige stigningen i prisnivået – gir figur 4 et bilde av utviklingen.

Figur 4a: Årlig pristigningstakt (KPI) for Tyskland, Irland, Spania og ØMU-området, 1990-2002, månedlige observasjoner



Kilde: Datastream

Figur 4b: Årlig pristigningstakt (KPI) for ØMU-området, Storbritannia, USA, 1990-2002, månedlige observasjoner



Vi merker oss følgende:

I perioden 1990-1997/98 konvergerer inflasjonen i Eurolandene ned mot et felles nivå på halvannen prosent. Det er nesten utrolig å se hvordan de fire kurvene i figur 4a krysser hverandre her. Den etterfølgende perioden, med euroen vel etablert, blir det på ny stor sprik i inflasjonen. Irland tar riktig av, med en prisstigningstakt målt over rullende tolv-måneders perioder, oppe i over 6,5%. Også Spania ligger høyt på listen over land som kan det med å skape inflasjon.

Er dette en holdbar situasjon? Tilsier ikke felles mynt felles inflasjon, om land ikke skal tape konkurransekraft i forhold til hverandre? Slik tenkte også ECOFIN (som er det forum der EUs finansministere møtes) og uttrykte følgelig kritikk overfor Irland og Spania. Som vi senere skal se kan imidlertid forskjeller i inflasjon være en ønsket mekanisme som bidrar til bevegelse mot likevekt.

Prisstigningstakten i Euroland har gjennomgående vært på linje med den i USA, og noe mindre volatil enn i Storbritannia, se panel b i figur 4.

Oppsummert, basert på disse enkle figurene, kan vi si at innføring av felles mynt i Europa i 1999 har gått sammen med:

- Synkende arbeidsløshet frem til midten av 2001, deretter igjen en stigende tendens
- God økonomisk vekst de første årene med felles mynt, etterfulgt av stagnasjon

- Sett under ett, noe svakere økonomisk utvikling i ØMU-området de siste fire årene (1999-2002) enn i USA
- Klar konvergens i inflasjon ØMU-landene imellom opp til innføring av felles mynt, etterfulgt av økende forskjeller

Verken den enestående suksesshistorien som optimistene hadde håpet på, eller den krisepregede utviklingen som pessimistene advart mot, er blitt til virkelighet.

## 5 Nærmere om Den europeiske sentralbanken (ESB)

Våren 1998 ble Den europeiske sentralbanken etablert med nederlenderen Wim Duisenberg som sjef. ESB tok over der forløperen, European Monetary Institute, slapp.

Endringer i traktaten som gir grunnlaget for og som regulerer virksomheten til ESB, krever enstemmighet blant alle EU-land. Evne til læring og tilpasning innen de rammer som foreligger, blir vesentlig for en vellykket pengepolitikk. Har ledelsen i ESB vist evne til læring underveis? Har kombinasjonen av fasthet og pragmatisme vært passende? Hvor gode har de pengepolitiske beslutningene vært?

På et par vesentlige punkter har traktaten som ESB er tuftet på, blitt sterkt kritisert:

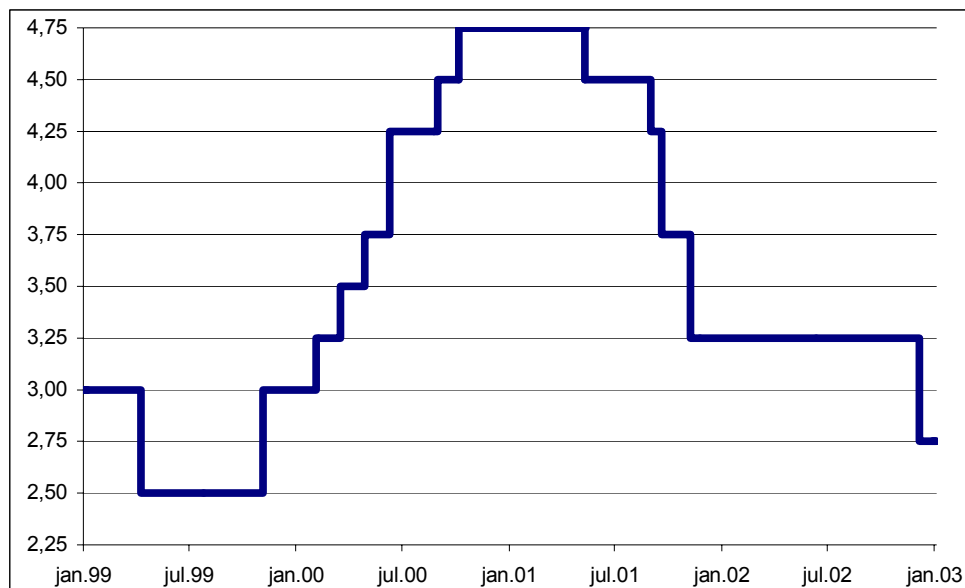
- ESB skal verken søke om eller motta råd fra noe EU-organ eller fra noe EU-land hva gjelder gjennomføringen av pengepolitikken. Rett nok skal banken møte for den relevante komiteen i Europaparlamentet noen ganger i løpet av året, men ESB er ikke ansvarlig overfor parlamentet – eller noe annet politisk valgt organ – i betydningen av å skulle motta instruksjoner for sin virksomhet.
- Mens andre lands sentralbanker gjerne får seg tildelt det operasjonelle målet for sin virksomhet fra myndighetene - for Norge og England at inflasjonen skal holdes rundt 2,5% med margin på ett prosentpoeng begge veier – har ESB et friere mandat; sikring av prisstabilitet. Det viktigste organet for beslutningstaking i ESB – Governing Council (Rådet) -, som består av seks faste medlemmer samt sentralbanksjefer (eller filialsjefer, kunne man si) i de tolv Eurolandene, har tolket prisstabilitet dit hen at den årlige inflasjonen skal være positiv, men ikke overstige 2%.

Innebærer ikke den manglende ansvarligheten overfor politisk valgte myndigheter at Europas felles sentralbank er unndratt demokratisk kontroll? Og blir ikke dette fravær av kontroll ytterligere tydeliggjort ved at ESB selv kan fastsette det operasjonelle målet for sin virksomhet?

Ord er en ting. Handling og resultater noe annet. Det vesentlig er hvorvidt ESB lykkes med å føre en god pengepolitikk og over tid kommunisere godt med markedsaktører, politikere og folk for øvrig om hva den driver med. Det krever god observasjonsevne, gode analyser og god evne til handling. Klarer ESB å møte disse utfordringene vil trolig kritikken mot traktaten forstumme.

Å føre pengepolitikk betyr i hovedsak å fastsette den korte renten. Figur 5 viser utviklingen av signalrenten for ESB siden banken startet opp 1. januar 1999, med en rente på 3%.

Figur 5: Signalrenten for ESB 1999-2002



I årlige rapporter følger det London-baserte Centre for Economic Policy Research (CEPR) virksomheten til Den europeiske sentralbanken nøye, med særlig vekt på rentefastsettelsen. CEPR har vært – og er - meget kritiske til den vekten som ESB legger på vekst i pengemengden (M3) som indikator for fremtidig inflasjon. Med en lite stabil etterspørselsfunksjon etter penger er det liten grunn til å tro at vekst i pengemengde gir god informasjon om fremtidig prisstigning, mener akademikerne fra CEPR.

På den annen side, som OECD peker på, på lang sikt har vekst i pengemengde utover vekst i produksjon informasjonsverdi om fremtidig inflasjon. Så lenge ESB har en pragmatisk holdning til M3-veksten, synes ikke dette problemet å være særlig stort.

### BOKS 3: NÆRMERE OM REFERANSEVERDIEN FOR VEKST I M3-PENGER

Referanseverdien for veksten i M3-penger har helt siden starten ligget fast på 4,5%. For å regne seg frem til dette tallet tar man utgangspunkt i kvantitetsteorien (på tilvekstform), der  $\dot{M}$  er veksten i pengemengden,

$$\dot{M} = \dot{P} + \dot{Y} - \dot{V}$$

og der høyresidevariablene gis følgende verdier:

Endring i prisnivå	$\dot{P} = 2\%$
Vekst i realøkonomien	$\dot{Y} = 2\%$
Endring i omløpshastigheten	$\dot{V} = -0,5\%$

Bemerk at omløpshastigheten ( $V$ ) over mange år har sunket jevnt og trutt i Euroland, og med i gjennomsnitt en halv prosent pr. år. Den utviklingen legger man til grunn vil fortsette.

Gjennomgående har veksten i M3-penger ligget godt over sin referanseverdi – på høstparten 2001 var den oppe i hele 8%. Synkende aksjekurser og generell usikkerhet gjennom 2001 hadde ført til økende interesse for bankinnskudd, på bekostning av aksjer og obligasjoner. Med i dette bildet hører også terroraksjonen i USA den 11. september. Den skapte betydelig større usikkerhet i økonomien og forsterket en nedgangskonjunktur som allerede var på vei. Til tross for at veksten i pengemengden lå langt over referanseverdien, satte ESB i denne perioden renten ned mer aggressivt enn noen gang; med et halvt prosentpoeng i september og med et nytt halvt prosentpoeng i november (se figur 5). Rentereduksjonen den 17. september skjedde koordinert med et tilsvarende rentekutt i Fed.

Rent kontrafaktuelt kunne man undre seg over hvordan 11. september krisen ville ha blitt møtt pengepolitisk om Eurolandene hadde hatt sine separate valutaer i et sårbart fastkursregime. Uten ØMU ville de enkelte land vært fristet til å føre en ekspansiv pengepolitikk, for å stimulere økonomien. Det kunne ført til store renteendringer, destabiliserende kapitalbevegelser og oppgivelse av faste kurser, slik man erfarte det høsten 1992 og 1993. Ettersom 11. september sjokket rammet alle ØMU-landene likt, var felles mynt det perfekte pengepolitiske oppsettet for å møte denne utfordringen.

Når det kommer til stykket lar ikke ESB seg begrense i sin rentesetting av at veksten i pengemengden tidvis langt overstiger sin referanseverdi. På tilsvarende vis synes ESB å ha en pragmatisk holdning til inflasjonsutviklingen. Prisstigningen i Euroland har oftere ligget over øvre grense for ønsket inflasjon enn innenfor intervallet fra null til to prosent. Når hensynet til den realøkonomiske utviklingen har tilsagt behov for en reduksjon i renten, har denne blitt iverksatt, til tross for en prisstigning som ligger noe i overkant av målområdet. Kritikken på dette punktet går mer på at ESB kan ha tendens til å drøye i lengste laget før rentekuttene kommer – i gjennomsnitt et par måneder for sent, etter CEPRs vurderinger.

At ESB later som den i sin rentepolitikk tillegger M3-vekst og prisstabilitet mer vekt enn hva tilfellet er, synes lite smart. Som CEPR sier i sin rapport av mars 2001:

“The ECB, however, has shown, overall, good judgment in its actions. If there is a problem, it is the link between what it says and what it does” (side 37).

Da euroen kom på banen i januar 1999 kostet den 1,18 dollar. Det neste halvannet år var preget av en bratt nedtur for euroens verdi målt i dollar, se figur 6. I september 2000 gikk ESB, sammen med Fed og sentralbankene i Japan, Canada og Storbritannia inn og støttkjøpte euroen. I oktober viste euroen ny nedgang – og bunnet ut ved kursen 0,83 dollar. ESB intervenerte på nytt – denne gangen alene. Markedet tok signalet. Intervensjonene etablerte et gulv for euroen, og synes således å ha virket etter hensikten.

Figur 6: Valutakursen USD/EUR, 1990-2003, daglige observasjoner



Kilde: Datastream

Gjennom 2002 har så euroen steget temmelig jevnt mot dollaren. Vel halvparten av det tapte fra de første tre årene ble da tatt igjen.

## 6 Nærmere om Vekst- og Stabilitetspakten

Har overgang fra egen valuta til felles valuta noen betydning for hvordan finanspolitikken i det enkelte land vil virke? Bør deltakelse i en valutaunion ha konsekvenser for det enkelte lands anledning til underskuddsbudsjettering på statsbudsjettet?

Felles mynt gir et klokkeklart bilde av hva ting koster, både hjemme og i land med samme mynt. Det betyr at importlekkasjer ved ekspansiv finanspolitikk trolig bli større i en valutaunion. Alt annet like vil stimulansen til den innenlandske økonomien dermed bli redusert. Men alt annet er ikke likt. To forhold trekker i retning av at finanspolitikk har større ”punch” i en pengeunion enn utenfor:

- Økte offentlige utgifter i det enkelte land har ikke ærlig stor virkning for rentenivået for euromarkedet sett under ett. Det betyr at ”crowding-out effects”, dvs. at høyere renter, som følge av økte statlige utgifter, fortrenger privat etterspørsel, ikke gjør seg gjeldende.
- En ekspansiv finanspolitikk vil ofte føre til en appresiering av valutaen. Økt offentlig etterspørsel vil da fortrenge etterspørsel etter konkurransutsatte bedrifters produkter. Med felles mynt er det ikke rom for en slik effekt.

Den negative virkningen i form av høyere rente ved en mer ekspansiv finanspolitikk i *mitt land* er ytterst marginal. Dessuten blir den spredd over alle landene i pengeunionen. Forholdene ligger til rette for ”free-riding”, dvs. jeg gjør det som er lurt for meg, uten hensyntagen til hva som tjener helheten. Om mange tenker og handler slik, vil det måtte komme en regning på sentralbanksjefens bord: Signalrenten for den felles valutaen må heves for å dempe det pris- og etterspørselspresset som en gjennomgående for ekspansiv finanspolitikk har ført til.

På bakgrunn av slike resonneringer ble en Vekst- og Stabilitetspakten for ØMU vedtatt i 1997 der siktemålet er balanse i de offentlige finansene. For å kunne drive motkonjunkturpolitikk i nedgangstider ble det gitt rom for underskudd i de offentlige finansene på maksimalt 3% av BNP. Videre skal bruttogjeld i offentlig sektor ikke overstige 60% av BNP. (Mange ØMU-land har en statsgjeld som langt overstiger denne grensen. Det skyldes at man likevel fikk være med om statsgjelden som andel av BNP viste en klar nedadgående tendens.)

#### BOKS 4: KRITIKK AV VEKST- OG STABILITETSPAKTEN

Vekst- og Stabilitetspakten blir stadig utsatt for til dels meget kraftig kritikk. Bemerkelsesverdig er det når formannen i EU-Kommisjonen – den høyeste embetsmannen i hele EU-systemet, Romani Prodi, tidligere italiensk statsminister – bruker uttrykket ”Stupidity Pact” om hva som er ment å være en ”Stability Pact”.

Hva går denne kritikken ut på?

a) *Med bare finanspolitikk igjen som virkemiddel til regulering av samlet etterspørsel i den enkelte ØMU-land – renter bestemmes på sentralt hold og valutakursen er forsvunnet – kan ikke myndighetene bli vingeklippet her.*

Om man erkjenner faren for ”free-riding” som redegjort for i hovedteksten, mister dette argumentet mye av sin vekt. I og med at de fleste gjør det – erkjenner denne faren – er det en økende grad av konsensus rundt behovet for et regelverk som begrenser det enkelte ØMU-lands finanspolitiske handlefrihet.

b) *Tallene 3% og 60% er tilfeldig valgt og satt for snevert. Med behov for automatiske stabilisatorer burde rammen for ekspansiv finanspolitikk vært mye romsligere.*

Ja, tallene er noe tilfeldig valgt. Likevel treffer ikke denne kritikken så godt. De 3% er der for nettopp å gi rom for automatiske stabilisatorer og for diskresjonær finanspolitikk. Problemet er at mange ØMU-land, særlig de store, ikke har brukt gode tider til konsolidering av de offentlige finansene. Og da kan rammen på 3% i nedgangstider bli knapp.

c) *Markedet vil disiplinere land som fører en for ekspansiv finanspolitikk ved ganske enkelt å kreve en adskillig høyere rente på statspapirene som legges ut.*

Erfaringer de senere årene tyder ikke på at markedsaktørene er gode til å prise risiko på statsgjeld, kfr. hendelser i land som Mexico, Argentina, Thailand og Indonesia. I tillegg kommer forestillingen om at ESB – eller et annet fellesorgan i EU – vil ta et ansvar om et ØMU-land skulle få problemer med betjeningen av sin statsgjeld.

d) *Tallene 3% og 60% må sees i sammenheng. Et land med relativt liten statsgjeld må gis anledning til midlertidig å ha større underskudd i de offentlige finansene enn land som har en klart større statsgjeld.*

Dette argumentet er godt. For 2002 hadde Tyskland et statsfinansielt underskudd på 3,8% av BNP, mot 2,1% for Italia. På den annen side utgjorde Italias statsgjeld hele 110% av BNP mot bare 61% for Tyskland. Kanskje var det da – alt i alt – minst like stor grunn til skepsis overfor italiensk som overfor tysk finanspolitikk for året 2002?

Man har blandede erfaringer med Vekst og Stabilitetspakten. Små land har fulgt godt opp, gjennom konsolidering av statsfinansene i gode år (1999 og 2000). Store land har ikke gjort det. Den spennende utfordringen man nå står overfor er hva som vil skje i og med Tyskland.

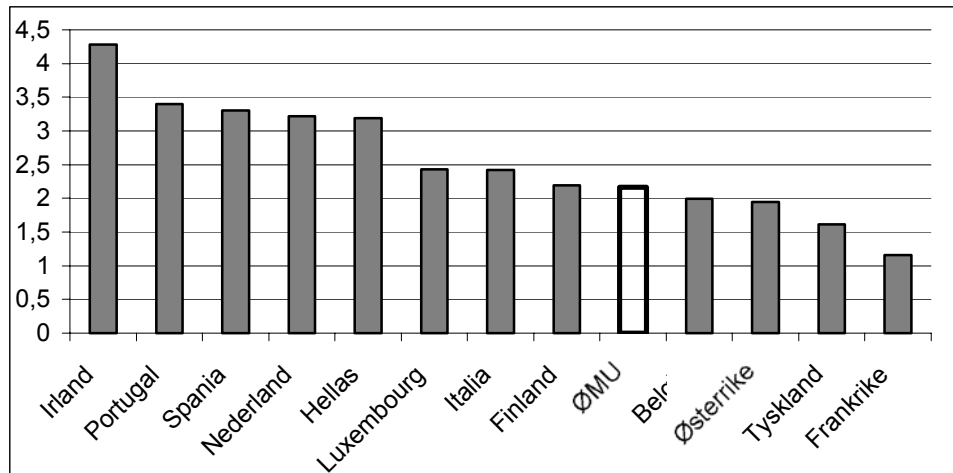
Et optimistisk scenario ser slik ut: Store underskudd på statsfinansene kombinert med over 8% arbeidsløshet gir økt vilje og evne til å ta fatt på jobben med strukturelle reformer i arbeidsmarkedet. Den sløsing som ligger i at over 4 millioner tyskere står uten jobb, blir det politisk mulig å gjøre noe med, når presset fra det fellesskapet Tyskland står i, som medlem i ØMU, blir sterkt nok.

## **7 Vedvarende forskjeller i inflasjon – går det an a?**

Figur 7 viser at gjennomsnittlig KPI-inflasjon i de tolv Eurolandene for de fire årene euroen har eksistert, varierer kraftig; fra 4,3% for Irland til 1,2% for Frankrike og 1,6% for Tyskland.



Figur 7: Gjennomsnittlig årlig prisstigningstakt i de tolv ØMU-landene for årene 1999-2002, målt ved konsumprisindeksen (KPI)



Kilde: Datastream

Kan utviklingen fortsette slik? Eller må land med felles mynt ha felles prisstigningstakt?

Vi skal nå vise at forskjell i KPI-inflasjon mellom land (eller regioner) med samme valuta, kan være helt i sin orden, om den realøkonomiske utviklingen er forskjellig. I tilfellet Irland har høyere inflasjon enn andre ØMU-land vært påkrevd av to grunner: Den raske produktivitsveksten i k-sektor sammenlignet med i s-sektor, samt behovet for en viss forverring av konkurransevnen med utlandet.

I tidligere råd fra ECOFIN og Kommissjonen til Irland har man ikke skjønnet at forskjeller i KPI-inflasjon ikke trenger å være noe problem, men snarere uttrykk for ønskelig økonomisk tilpasning. Den gode nyheten er at læring har funnet sted – råd basert på en slik feilaktig oppfatning er det nå slutt på.

Et numerisk eksempel, basert på noen forenklete forutsetning, belyser mekanismene:

- Gjennomsnittlig årlig vekst i arbeidskraftens produktivitet i Irland for perioden 1987-1995 er blitt beregnet til 6% for k-sektor og 2% for s-sektor. Legg til grunn at det fortsatt er slik.
- Produktivitsveksten i tysk økonomi settes til 1% og er uniform over de to sektorene.
- Uendret konkurransevne mellom tyske og irske k-bedrifter, dvs. samme prisvekst for k-sektor.
- Samme lønnsøkning i begge sektorene innen hvert land.
- Kapital og arbeidskraft mottar konstante andeler av verdiskapningen.

Basert på disse forutsetningene følger tabell 9.1. Regnestykket under tabellen viser at gjennomsnittlig prisstigning i Irland blir på hele 4,4%, mer enn det dobbelte av tysk inflasjon som blir på 2% . Den sterke lønnsøkningen i irsk s-sektor, som skyldes at produktivitetsveksten her er langt lavere enn i irsk k-sektor, er nøkkelen til denne forskjellen.

Tabell 1: Forskjell i realøkonomisk utvikling kan gi opphav til forskjell i inflasjon

	<u>Irland</u>	<u>Tyskland</u>
Produktivitetsvekst i k-sektor	6%	1%
Lønnsøkning i k-sektor	8%	3%
Prisøkning i k-sektor	2%	2%
Produktivitetsvekst i s-sektor	2%	1%
Lønnsvekst i s-sektor	8%	3%
Prisøkning i s-sektor	6%	2%

Om vi går ut fra at k-sektor utgjør 40% og s-sektor 60% av virksomheten i begge land, har vi:

Gjennomsnittlig prisstigning i Tyskland:  $0,4 \cdot 2\% + 0,6 \cdot 2\% = 2,0\%$

Gjennomsnittlig prisstigning i Irland:  $0,4 \cdot 2\% + 0,6 \cdot 6\% = 4,4\%$

Eksemplet som her er laget, er basert på den såkalt Balassa-Samuelson-effekten.

Ettersom Irland stikker seg ut hva gjelder forskjell i produktivitetsvekst mellom k-sektor og s-sektor, er det ikke rart at man der – på vedvarende basis - har høyere KPI-inflasjon enn i andre ØMU-land. Når Irland i tillegg har behov for en viss økning i innenlandsk bruk av varer og tjenester relativt til innenlandsk produksjon, kan det være behov for prisøkning noe over de 4,4% som fremkommer i tabellen over.

Land som har god produktivitetsutvikling i k-sektor og en ekspansiv økonomi, vil ofte ha behov for høyere *realrente* enn land med mindre vekst. Eksemplet over viser at det motsatte lett kan bli resultatet: Med samme nominelle rente har en raskt voksende irsk økonomi høyere prisstigning – og følgelig laver realrente – enn en stagnerende tysk økonomi. Basert på den såkalte Taylor-regelen for rentefastsettelse ble passende nominell rente for Irland anslått til 6,4% høsten 2002 mot 2,4% for Tyskland. Den felles signalrenten ESB da hadde, var på 3,25%.

## BOKS 5: UTVIDELSE ØSTOVER OG ROM FOR HØYERE INFLASJON?

La ØMU bestå av A-land med produktivitetsvekst som i Irland, og B-land der bildet er som for Tyskland. La A-landene i utgangspunktet veie 10% og B-landene 90%. Gjennomsnittlig inflasjon for ØMU-området blir da, med basis i tallene fra tabell 9.1:

$$0,1 \cdot 4,4\% + 0,9 \cdot 2\% = 2,24\%$$

dvs. litt i overkant av hva regelverket tilsier. For å komme ned på 2% i gjennomsnittlig prisstigning for ØMU-området sett under ett, og med bibehold av inflasjonsforskjellene landene imellom, må både A- og B-land dempe takten i sin prisstigning med 0,24 prosentpoeng. Etter noe tid er man i mål her, dvs. inflasjonen i A-land er på 4,16% og i B-land på 1,76%

La nå ØMU bli utvidet. Nye A-land kommer inn slik at fordelingen endres fra 10/90 til 20/80. Gitt at prisstigningen i de ny A-landene er som for de gamle, blir den gjennomsnittlige prisstigningen for ØMU-området sett under ett igjen 2,24% idet,

$$0,2 \cdot 4,16\% + 0,8 \cdot 1,76\% = 2,24\%$$

Om man holder strengt fast på målet om i høyden 2% i gjennomsnittlig prisstigning for ØMU-området sett under ett, må en ny runde til der 0,24 prosentpoeng barberes bort av prisstigningen i alle landene. Som et typisk B-land i denne sammenheng betyr det at inflasjonen i Tyskland må ned til rundt 1,5%.

Nyere forskning – som det heter – tyder på at inflasjon rundt 2,5% er bedre for den realøkonomiske utviklingen i et land enn en inflasjon på bare halvannen prosent. Ti nye EU-land, som i hovedsak er av A-typen, og som med tid og stunder vil ta euroen i bruk, kan gi ytterligere grunn for å justere opp målområdet for gjennomsnittlig inflasjon i ØMU-området.

## 8 Hva kan vi vente oss fremover?

Året 2002 startet med at sedler og mynt i euro - den nye fellesvalutaen for EU – så dagens lys. Og sluttet med at ti nye land ble tatt opp i unionen. Til neste år er det planen å ha en ny konstitusjon for EU klar. Felles konstitusjon og felles mynt er begge deler uttrykk for ”ever closer union”. Politikk – og ikke bare økonomi – står sentralt, også i spørsmålet om hva slags pengesystem et land skal ha.

Som nevnt kan det bli folkeavstemning om euro i Sverige høsten 2003, og eventuell inntreden i pengeunionen fra 2006. Danskene vurderer folkeavstemning i 2004 eller

2005. Fordi den danske kronen ligger stabil og fast mot euro, kan inntreden i pengeunionen skje raskere her, når man først har bestemt seg.

I Storbritannia raser debatten for og imot euro. Statsminister Tony Blair er helt klart for; det er en "overwhelming political case" for Storbritannia å bli med i ØMU, mener han. En viktig grunn for dette er at britene nå står utenfor Eurogroup, et uformelt forum for fri og åpen diskusjon om ØMU-relaterte temaer, bestående av ØMU-landenes finansministere, tidvis supplert med folk fra Kommisjonen og ESB.

Finansminister Gordon Brown er langt mer skeptisk. Han vil ha ro for at felles mynt vil være til Storbritannias fordel. Vil den felles renten passe? Vil kursen man eventuelt går inn på passe? Vil britiske konjunktursykler i fremtiden sammenfall sånn nogenlunde med konjunktorene på kontinentet? Er arbeidsmarkedet blitt tilstrekkelig fleksibelt til å kunne kompensere for at renten ikke lenger kan brukes i etterspørselsreguleringen?

Stemningen idet britiske folk har svingt frem og tilbake. I skrivende stund synes utsagnet "Not no, but not now" å fange opp stemningen best.

For de nye medlemslandene er det for tidlig å ta euroen i bruk. Men når forholdene ligger til rette for det, dvs. når konvergenskravene er oppfylt, er de pent nødt til å avskaffe egne valutaer. Noen "opt-out clause" som Danmark og Storbritannia betinget seg – og som Sverige forsynte seg med – finnes ikke.

Da Wim Duisenberg ble tilsatt som sjef i ESB var det under den stilltiende forutsetningen at han etter halvgått løp, dvs. etter fire år, skulle overlate jobben til en franskmann, fortrinnsvis Jean-Claude Trichet, sjefen for Banque de France. Duisenberg går av til sommeren – etter å ha tøyd sin tid med et halvt år. Han har gjort en god jobb, til tross for all den kjeften – mye dårlig begrunnet –, han har fått underveis;

- Rentebeslutningene har vært gode.
- Banken har etablert seg som en seriøs og pragmatisk aktør.
- Kollegiet som leder banken, fungerer godt.

Om Trichet ikke kan ta jobben – grunnet rettssak han er involvert i i forbindelse med havariet av den franske storbanken Credit Lyonnais på 1990-tallet – er det ingen grunn til å frykte at ikke en god og egnet leder vil la seg fremskaffe.

Den nye sjefen for ESB vil kanskje benytte sin inntreden til å foreta et par korreksjoner, som en nedtoning av viktigheten av veksten i M3-penger for rentefastsettelsen, samt en revurdering av målet for inflasjon. Om man legger seg på den britisk linjen med 2,5% inflasjon, pluss/minus ett prosentpoeng, snarere enn mellom null og to prosent, vil målet samstemme bedre med hva man har levert. Men hva med tilliten til ESB? Noen mener at en slik endring i målet vil svekke tilliten til Den europeisk sentralbanken. Andre vil hevde at erkjennelsen av at man har lært underveis, og tar konsekvensen av dette, vil styrke anseelsen til ESB.

Da euroen så dagens lys var det mange som forventet en sterk appresiering, dvs. at prisen på euro målt i dollar skulle stige fra sitt åpningsnivå på 1,18 dollar. Begrunnelsen var at mange aktører i finansmarkedene ville ønske seg aktiva i denne nye valutaen. Det ville gi økt etterspørsel etter euro. Andre lands sentralbankers økte bruk av euro som reservevaluta ville trekke i samme retning. Som vi vet gikk det ikke slik. Dollaren har beholdt sin rolle som ledende internasjonal valuta, til tross for hard medfart den senere tiden. Gjennom 2002 økte utenlandske sentralbankers sine aktiva med over 120 milliarder dollar. Uten denne etterspørselsøkningen ville depresieringen av den amerikanske valutaen gjennom fjoråret vært enda kraftigere.

## Working Paper Series

- 1/98 **De Grauwe, Paul**  
"The Design of the European Central Bank"
- 2/98 **Isachsen, Arne Jon**  
"Look to England"
- 3/98 **Skånland, Hermod**  
"En pengepolitikk for Norge - etter Solidaritetsalternativet"
- 4/98 **Isachsen, Arne Jon**  
"Euroen og den norske kronens skjebne"
- 1/99 **Isachsen, Arne Jon**  
"Ti dager i Amerika"
- 2/99 **Skånland, Hermod**  
"EU, ØMU og EU etter ØMU"
- 3/99 **Isachsen, Arne Jon**  
"Mens vi venter på euroen"
- 4/99 **Mercier, Paul**  
"The Monetary Policy of the European System of Central Banks"
- 5/99 **Isachsen, Arne Jon og Espen Moen**  
"Er eurotilknytning så ille?"
- 6/99 **Steigum, Erling**  
"Robert Mundells forskning i internasjonal makroøkonomi"  
"De profesjonelle og amatørerne. Noen refleksjoner omkring *Populister og originale økonomer*"
- 7/99 **De Grauwe, Paul**  
"Monetary Policy in Euroland"
- 8/99 **Skånland, Hermod**  
"Norway and the Euro"
- 9/99 **Isachsen, Arne Jon**  
"Fjellet er høyt og keiseren er langt borte.  
Femten dager i Kina"
- 1/00 **De Grauwe, Paul**  
"Effectiveness of Monetary Policy in Euroland"
- 2/00 **Isachsen, Arne Jon**  
"Felles mynt i Europa. Erfaringene så langt og utsiktene fremover"
- 3/00 **Campanella, Miriam**  
"Who enforces whom?  
The Political Economy of the EMU Fiscal Discipline"

## Working Paper Series

- 4/00 **Skånland, Hermod**  
”Inntektspolitikens muligheter i strategien for økonomisk stabilitet”
- 5/00 **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**  
”Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000”
- 6/00 **Isachsen, Arne Jon**  
”Euroen og de nordiske velferdsstater”
- 7/00 **Steigum, Erling**  
”Samsillet mellom pengepolitikken og finanspolitikken ved et inflasjonsmål”
- 8/00 **De Grauwe, Paul**  
“Exchange rates in search of fundamentals  
The case of the euro-dollar rate”
- 9/00 **Steigum, Erling , Jan Tore Klovland, Guttorm Schjelderup og Øystein Thøgersen**  
”Nasjonalbudsjettet for 2001”
- 1/01 **Isachsen, Arne Jon**  
”Et passende penge- og valutapolitisk regime”
- 2/01 **Qvigstad, Jan Fredrik**  
”Pengepolitikk i realtid”
- 3/01 **Isachsen, Arne Jon**  
”Norsk Investorforum skriver brev”
- 4/01 **De Grauwe, Paul and Isabel Vansteenkiste**  
“Exchange Rates and Fundamentals  
A Non-Linear Relationship?”
- 5/01 **Harald Magnus Andreassen, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**  
Norges Bank Watch 2001  
”A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank’s actual monetary policy and communication”
- 6/01 **Isachsen, Arne Jon**  
“Washington D.C. – Oktober 2001”
- 1/02 **Steigum, Erling**  
”Befolkningsaldring og økonomisk politikk: Behov for pensjonsreformer? ”
- 2/02 **Isachsen, Arne Jon**  
”Stiglitz om globalisering”

## Working Paper Series

- 3/02** **Paul De Grauwe and Marianne Grimaldi**  
"The exchange rate and its fundamentals in a complex world"
- 4/02** **Andrew G. Haldane**  
"Resolving International Financial Crises -The Missing Links"
- 5/02** **Arne Jon Isachsen**  
"Har norske bedrifter dårlig tilgang på kapital?"
- 6/02** **Lars E. O. Svensson, Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim,  
and Erling Steigum**  
Norges Bank Watch 2002,  
"An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway"
- 7/02** **Arne Jon Isachsen**  
"Den vanskelige valutakursen"
- 8/02** **Kjetil Houg og Kai Leitemo**  
Nasjonalbudsjettet 2003:  
"Fra konjunktur til struktur"  
"Pengepolitikken mer dominerende"
- 9/02** **Steinar Juel, Karl Johan Haarberg, og Erik Bruce**  
"Sterk krone – fordi vi fortjener det?"
- 1/03** **Arne Jon Isachsen**  
"Fire år med Euro"