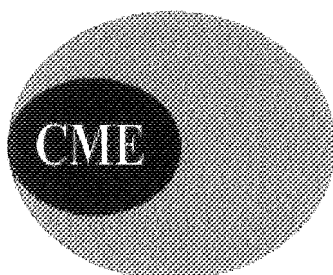


Working Paper Series 3/99

Mens vi venter på euroen

Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI/CME

Handelshøyskolen BI
Hovedbiblioteket
24 NOV. 2000



Centre for Monetary Economics

SERIE / HANDE

MENS VI VENTER PÅ EUROEN

AV

ARNE JON ISACHSEN

Handelshøyskolen BI
Mai 1999

MENS VI VENTER PÅ EUROEN

I

Hva slags penge- og valutapolitikk er vi best tjent med? I Aftenposten 4. mai klargjør sentralbanksjefen sitt syn. I korthet går det ut på at med frie kapitalbevegelser må finans- og pengepolitikk sees i sammenheng om målet om en stabil valutakurs skal innfris. Pengepolitikken kan ikke alene ha ansvaret her. Tankeskjemaet som Sysselsettingsutvalget av 1992 la til grunn, er i ferd med å slå sprekker.

I vurderingen av egnet penge- og valutapolitikk er det greit å ta utgangspunkt i det forhold at valutakursen er en *overbelastet* variabel. Den skal sørge for balanse i handel med *verdipapirer* mellom ulike valutaer, og den skal sørge for balanse i handel i *varer og tjenester* mellom land. At *den samme valutakursen* er passende for begge markedene, har vi ingen garanti for.

En annen måte å beskrive den samme dikotomien på er basert på skillet mellom strøm og beholdninger. På ethvert tidspunkt er valutakursen tilpasset slik at *gitte beholdninger* av verdipapirer i ulike valutaer "are willingly held". Om de ett sekund ikke er det, blinker det på dataskjermene; renter og/eller valutakurser endrer seg noen bittesmå basispunkter og likevekten er atter gjenopprettet. På *strømningsbasis* kan passende valutakurs vurderes ut fra virkningene på samlet etterspørsel, eller sysselsetting, i økonomien. Hva bør en euro koste i norsk regning for at temperaturen i økonomien skal være passe høy?

Og igjen, selvfølgelig, vil vi tidvis oppleve dilemmaet: Passende kurs for likevekt i beholdninger er en annen enn passende kurs for likevekt på strømnings- eller sysselsettingsbasis. Med helt frie kapitalbevegelser, eller mer presist, med full frihet for alle til å velge hvilken valutasammensetning de ønsker på gjeld og fordringer, vil beholdningslikevekt diktere valutakursen, i hvert fall på kort sikt. På lang sikt, må vi tro, har "economic fundamentals" bedre gjennomslag. Mer konkret, at valutakurser gjenspeiler utvikling i kjøpekraft, korrigert for Balassa-Samuelson-effekten, har vi mer ro for om tidsperspektivet er ti år enn om det er ett år.

II

Dersom de store aktørene i markedet aksepterte tidspreferansen til politikerne, dvs. til folkets valgte representanter, ville valutakursens dobbeltrolle vært mindre problematisk. Hvorfor det? Fordi eksogene sjokk som endring i oljepris, ville tilsi relativt små kursendringer.

Sett at oljeprisen dobler seg, fra 15 til 30 dollar fatet. Med tidspreferanse om ikke å bruke av oljeformuen før om 25-30 år, vil en slik økning i pris ikke slå særlig sterkt ut i valutakurs. Effekten vil i all hovedsak komme på avsetningene til Statens petroleumsfond. Dette fondet vil vokse kraftigere enn påregnet, så lenge oljeprisen er høyere enn forventet. Norge ville bruke det internasjonale kapitalmarkedet til hva det er laget for; nemlig for å skille *opptjening* av inntekt fra *bruk* av inntekt.

Det internasjonale kapitalmarkedet fungerer imidlertid ikke slik. De kortsiktige vurderingene dominerer de langsiktige. Og evnen til å gjette hva andre formuesforvaltere vil gjøre imorgen, blir vel så viktig som en gjennomtenkt vurdering av langsiktige realøkonomiske forhold.

En dobling av oljeprisen vil således gi et sterkt press oppover på kronen; den vil tendere til å appresiere. Om utgangspunktet er overfull sysselsetting og en meget stram økonomi, med klare inflasjonstendenser, behøver ikke dette være så dumt, i hvert fall ikke på kort sikt. En sterkere krone, som gjør import billigere, vil gi lavere temperatur i norsk økonomi. Imidlertid vil en varig real-appresiering føre til en uønsket nedbygging av konkurranseutsatt sektor. Aktørene i kapitalmarkedet kan lett tvinge frem en slik utvikling. La oss diskutere dette litt nærmere.

III

Med dagens regime med stabil valutakurs, dvs. at vi tidvis skal svinge innom området rundt 8,30 kr for en euro, bør en euro-pris på, la oss si, åtte kroner blank, som skyldes høy oljepris, kunne aksepteres. Anta at så skjer. Den avmatningen i K-sektor som da følger, gir opphav til gryende vekst i arbeidsløsheten. Finanspolitikken blir lagt om i mer ekspansiv retning. Staten har åpenbart råd til å bruke noe mer penger, nå som oljekronene strømmer inn. Aktiviteten i skjermet sektor vokser.

Om kursen blir liggende rundt åtte blank, la oss si et halvt til ett år, vil såvel arbeidstakere som arbeidsgivere i K-sektor fremme krav om lavere rente og svekket krone. Om Norges Bank til slutt gir etter, blir resultatet ytterligere fart i økonomien. Med en viss treghet i arbeidsmarkedet kan de arbeidstakerne som har vandret over fra K- til S-sektor, ha lite ønske om å vende tilbake, med mindre lønningene bys skikkelig opp. Den reelle appresieringen som en nominell styrkning av kronen pga. høyere oljepris umiddelbart førte til, kan resultere i en varig, reell appresiering, via inflasjon.

IV

I den historien som her er skissert, tror jeg Norge ville vært vel så godt tjent med ikke å ha noen valuta. Sett at dollar var lovlig betalingsmiddel her i landet, slik den er det i Panama, og kanskje snart også blir i Argentina. Høyere oljepris ville ikke hatt noen valutakurs å slå inn på. Og heller ingen rente å flytte på. Begge disse variablene er bestemt av andre enn oss. Men da ville politikerne heller ikke bli presset til nye finanspolitisk uttelling, i kjølvannet av sterkere krone. Balansen mellom K- og S-sektor ville ikke bli rokket av høyere oljepris. Den eneste effekten ville være at Oljefondet fikk seg tilført flere midler.

Når vi så kom frem til år 2025 eller deromkring, kunne de som da bestemmer, nærmere vurdere *bruken* av disse midlene. Om man da ønsker å bruke av fondet, er tiden moden for en real-appresiering. Med dollar som "legal tender" i Norge, vil det bety en noe raskere inflasjon hos oss enn i USA. Den nedbygging av K-sektor som dermed følger, frigir ressurser som kan settes inn i S-sektor. Etersom staten er eier av Oljefondet, og ettersom eldrebølgen trolig vil

kreve en økning i antall ansatte i det offentlige helse- og omsorgsvesen, skulle dette passe godt.¹

Baksiden av dollar-medaljen er velkjent; konjunktursituasjonen i USA kan være en annen enn i Norge. Den tilhørende rente- og valutakurs vil kunne passe oss mindre godt. Da kan myndighetene, av andre årsaker enn en høy oljepris, bli presset til en akkomoderende finanspolitikk av hensyn til fallende sysselsetting. S-sektor generelt, og offentlig sektor spesielt, kan komme i fare for å bli større enn hva vi på lang sikt vil være tjent med.

Men med fremveksten av en vellykket euro, og med hele EU på samme myntfot, fremstår euroen som mer egnet valuta for Norge enn dollaren. Mer enn 70 prosent av vår handel vil være med Euroland.

På bakgrunn av diskusjonen over er jeg tilbøyelig til å mene at en egen valuta kan være slitsom å ha ved varig høy oljepris. Det skyldes at markedet, i sine vurderinger av det korte løp, kan komme til å påføre oss en sterkere valuta, på reell basis, enn hva vi liker, og enn hva vi selv ville ha bestemt om vi hadde hatt friheten til det. Det gir en noe paradoksal konklusjon; nemlig at "selvråderetten" hva gjelder omfanget av offentlig sektor blir større ved oppgivelse av egen valuta.

Så langt en vurdering preget av stigende og høy oljepris. Hva med den motsatte situasjonen; hvordan vil ulike valutakursregimer fungere ved fallende og varig lav oljepris?

V

Sett at prisen på det "svarte gull" kommer ned på nivået et par-tre måneder tilbake, for så å bli liggende rundt 10-12 dollar fatet. Da blir det klart for formuesforvaltere verden rundt at norsk økonomi er mindre å satse på. Kronen mister popularitet og en depresiering ned mot, la oss si i underkant av ni kroner pr. euro, er resultatet. Når det "mange-hodede trollet", markedet, således kjører kronen, blir politikerne ivrige til å kutte i budsjetter. Forholdene legges til rette for vekst i K-sektor. Om den nominelle depresieringen vi i en slik situasjon opplever, også skal ha en viss effekt på varig basis, er det helt nødvendig med henimot nullvekst i lønninger.² I så fall legges forholdene til rette for en tilbakevending til en pris på rundt 8,30 kr pr. euro.

Om vi ved lav oljepris har tatt euroen i bruk, vil vi ikke få den "drahjelpen" for full sysselsetting som en depresiert krone gir. Om størrelsen på S-sektor i utgangspunktet da skulle være for stor, blir det en slitsom vei å gå, om denne strukturelle skjevheten skal kunne rettes opp igjen.

¹ Man kan godt tenke seg at private står for en god del av produksjonen i helse og omsorg, samtidig som staten betaler for det.

² Målsettingen om to prosent inflasjon eller mindre i Euroland kan vise seg noe uheldig for Norge. Om vi over tid skal ha stabil kurs mot euro, eller selv ta euroen i bruk, blir det tungt å få til en reell depresiering. Det kan kreve negative prisstigning. Med tre-fire prosent inflasjon, blir det lettere for Norge - og også for andre land i ØMU - å tilpasse seg eksogene sjokk uten å måtte sette i verk en deflasjon. Erfaringene i Japan, der problemet er negativ inflasjon, burde få sentralbanksjefer i Europa til å stoppe opp litt: Kan det bli for mye av en god ting - lav inflasjon - også i vår del av verden?

På bakgrunn av disse betraktningene heller jeg i retning av å mene at ved fallende oljepris vil vi være tjent med en egen valuta.

Sammenfatningsvis ender vi opp med en lite implementerbart konklusjon: Innfør euro som betalingsmiddel i Norge ved stigende oljepris; behold kronen ved fallende oljepris.

Kan vi klare å si noe av mer praktisk nytte? La meg prøve med to ting.

VI

For det første, at over tid, blir euro mer attraktiv som lovlig betalingsmiddel i Norge. Det skyldes to forhold. Over tid blir norsk økonomi mindre ulik andre europeiske lands økonomier; olje og gass vil ha en mindre dominerende posisjon. De tradisjonelle argumentene omkring optimale valutaområder tilsier da at euroen blir mer egnet som valuta også i Norge. Det andre forholdet har også med olje å gjøre; når petroleumsfondet er blitt "stort", la oss si tilsvarende 500-1000 mrd. kr, fremstår Norge som en mer veldiversifisert formueseier. Vi kan da ta mer risiko; vi tåler bedre ikke å ha valutakurs som justeringsparameter. Å gi opp mulighetene for den *pris*juseringen som ligger i en kjapp endring i valutakurs, blir mer tilforlatelig når vi har gode muligheter for en *mengde*justering ved å trekke på et stort Oljefond. I mer vanlige makroøkonomiske termer; norsk stabiliseringspolitikk blir mindre hemmet av beskrankninger i utenriksøkonomien.

Den andre betraktningen av praktisk nytte, har å gjøre med en felles oppfatning av hva god økonomisk politikk innebærer. Hvordan forklare aktørene hva norsk penge- og valutapolitikk egentlig består av?

Her er tre sett av aktører. *Politikerne* i Norge må hjelpes til å se hvordan samspillet mellom penge- og finanspolitikk best mulig skal legges opp. Hva er passende arbeidsdeling? Og kanskje viktigere, hvordan er sammenhengen mellom de ulike tiltak? På dette siste punktet synes jeg at de som ivrer mest for en ensidig inflasjonsstyring for norsk pengepolitikk kanskje undervurderer en enkel innsikt fra Mundell-Fleming-modellen; nemlig at med flytende kurs mister finanspolitikken det meste av sin kraft. Det skyldes at med flytende valutakurs vil økte offentlige utgifter (eller reduserte skatter) gjerne føre til høyere rente. Kapital strømmer inn, og valutaen appresierer. Om flytende kurs kombineres med inflasjonsstyring vil sentralbanken måtte heve renten, om en ekspansiv finanspolitikk resulterer i prispress. Uansett, høyere rente oppmuntrer til kapitalinnstrømning og en appresierende valuta. Vi får en "crowding-out"-effekt; økte offentlige utgifter går på bekostning av produksjonen i K-sektor.

Imidlertid er denne historien i enkleste laget. Den forutsetter statiske valutakursforventninger. I et noe mer sofistikert marked vil *formuesforvaltere*, den andre aktørgruppen under opplæring, kunne tolke en ekspansiv finanspolitikk som signal om fremtidig inflasjon. Kronen kan således bli svekket ved økte offentlige utgifter. Finanspolitikken får dobbelt punch, i det korte løp.

Hvordan bidra til at formuesforvaltere tilpasser seg på en for norsk økonomi tjenelig måte, i en verden der frie kapitalbevegelser er kommet for å bli? "Transparency" og "accountability" er

viktige stikkord. Men også "regressive forventninger" og "mean reversion". Hva mener jeg med de to siste begrepene? Ganske enkelt at dersom formuesforvaltere har en viss ro for at dagens regime, med "tilbakevending til utgangsleiet", virkelig er troverdig, vil utslagene i rente og valutakurs, ved volatile oljepriser, bli mindre.³ La oss kikke litt nærmere på dette.

VII

La oljeprisen, som diskutert over, doble seg, fra 15 til 30 dollar fatet. Om markedet vet at valutakursen tidvis svinger innom 8,30 kr pr. euro, er det trolig at presset for en appresiering vil bli noe dempet. Sett likevel at euro-prisen synker ned mot åtte kroner. Med troverdighet for en tilbakevending til utgangsleiet må kronerrenten da ligge godt over renten i utlandet. Det vil trolig dempe den initielle appresieringen. De store aktørene i valutamarkedet får mindre grunn til å kjøre kronen kraftig, selv om oljeprisen skulle vise betydelige variasjoner.

På mer generell basis kan vi anføre at en viktig hensikt med et egnet ankerfeste for pengepolitikken, er å påvirke aktørenes forventninger om fremtidig rente og valutakurs. Med frie kapitalbevegelser kan en flyktig forventningsdannelse føre til unødig store variasjoner i disse viktige "makro-prisene".

Den tredje gruppe aktører som trenger en bedre forståelse av spillet, er *partene i arbeidsmarkedet*. I det lange løp kommer vi ikke utenom at realøkonomiske variable bestemmer det realøkonomiske forløpet. Om en "restoration rule" er på plass, dvs. det er utbredte forventninger om en "tilbakevending til utgangsleiet", er det ikke til å unngå at et nominelt forløp for lønnsutviklingen i Norge som ligger godt over tilsvarende i Euroland, vil føre til økt arbeidsløshet. Med store oljeinntekter til det offentlige er vi tilbake til situasjonen der en økning i bruken av disse inntektene presser seg frem. Vi får en realappresiering av kronen, og K-sektor blir, over tid, mindre enn ønskelig er. På samme vis som et for ekspansivt statsbudsjett vil klemme sammen K-sektor, vil for høye lønnsøkninger gjøre det.

VIII

Vi prøver på en oppsummering. I det lange løp kan innføring av euro være interessant. Om vi blir med i EU - og det gjør vi vel om seks-åtte år - vil vi, fordi oljeformuen da er langt bedre diversifisert, kunne være tjent med det.

I mellomtiden må vi holde orden på egen valuta, som best vi kan. Det krever god kommunikasjon med politikere, med markedet og med partene i arbeidslivet. Jeg har inntrykk av at dersom vi blir trodd på dagens regime - og klarer å gjøre kjent for alle hva det består av - kan det tjene oss rimelig bra. Her er to utfordringer. For det første må Norges Bank gjøre klart hva den driver med, dvs. hvordan regimet "egentlig" er. Sentralbanksjefens innlegg i

³ "Tilbakevending til utgangsleiet", eller anvendelse av en "restoration rule" har professor Ronald I. McKinnon ved Stanford University argumentert kraftig for. Se hans bok *The rules of the game: International money and exchange rates*, MIT Press, 1996.

Aftenposten 4. mai var et nyttig bidrag. For det andre må de tre andre aktørtypene akseptere det valgte regimet. Her kan det reise seg mange spillesituasjoner. Hvilke incentiver har politikere, formuesforvaltere og partene i arbeidsmarkedet til *ikke* å oppføre seg slik reglene tilsier at de bør? Folk som er bedre skolert i spillteori enn jeg, skulle ha nok av ting å bryne seg på.

Avslutningsvis vil jeg betone viktigheten av "tilbakevending til utgangspunktet" noe kraftigere enn sentralbanksjef Svein Gjedrem gjør. Videre vil jeg anføre at det er fordel med å unngå "hjørneløsninger", som ren inflasjonsstyring eller ren valutakursstyring (det siste vet vi av erfaring ikke lenger går). Hjørneløsninger innebærer at en eller flere parametre ikke lenger kan bidra i stabiliseringspolitikken. Når mange parametre kan endres; rente, valutakurs, nominelle lønninger, offentlige utgifter, prisstigningstakten, etc., samtidig som aktørene har tro på at det langsiktige nominelle ankerfestet ligger fast, er det trolig at ekstreme utslag unngås.