

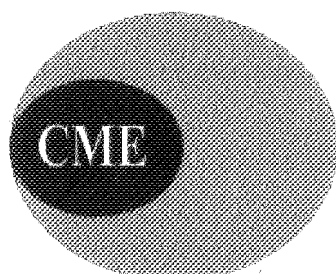
Working Paper Series 2/00

Felles mynt i Europa Erfaringene så langt og utsiktene fremover

Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI/CME
March 2000

Handelshøyskolen BI
Hovedbiblioteket

24 NOV. 2000



Centre for Monetary Economics

SERIE / HANDE

FELLES MYNT I EUROPA
ERFARINGENE SÅ LANGT OG UTSIKTENE FREMOVER

AV

ARNE JON ISACHSEN

SAMMENDRAG

Etableringen av Den økonomiske og monetære unionen i Europa (ØMU) i 1999 er en enestående begivenhet. At den politiske ledelsen i Tyskland gikk så sterkt inn for dette, har politiske årsaker, vel så meget som økonomiske.

Den europeiske sentralbanken (ESB) skal sørge for en årlig prisstigningstakt på mellom null og to prosent. For å oppnå denne målsetningen følger ESB veksten i pengemengden nøye. Nyere forskning peker i retning av at styring etter forventet prisstigning er mer hensiktsmessig. ESB har annonsert at den i løpet av et års tid vil offentliggjøre egne inflasjonsprognoser.

Uten å være pålagt det holder ledelsen av ESB hyppige pressekonferanser. Videre publiserer ESB en månedsrapport, i tillegg til den foreskrevne rapporten hvert kvartal. Kritikk om manglende åpenhet fra Den europeiske sentralbankens side skyter over mål.

Problemet med manglende ansvarlighet overfor politisk valgte organer, er mer reelt. Ledelsen av ESB har kvartalsvise møter med Europaparlamentet. Men ettersom Europaparlamentet ikke kan instruere sin sentralbank på noe område, har ESB mer makt enn andre sentralbanker. Det stiller store krav til dømmekraften hos ledelsen av banken.

Land som Portugal og Irland har sterkere produktivitetsvekst i de vareproduserende næringene enn andre Euro-land. Det kan føre til at inflasjonen i disse landene, målt ved konsumprisindeksen, blir noe høyere.

Allerede det første året med et felles euro-kapitalmarked ser man klare strukturelle endringer. Nyutsedte gjeldspapirer internasjonalt denomineres i stor grad i euro. Fusjoner og oppkjøp vokser raskt. Aksjonærinteressene kommer klarere frem.

På makroplan gir felles mynt sammenfallende rente for alle deltakende land. Det betyr slutten for egen penge- og valutapolitikk. Videre vil Vekst- og Stabilitetspakten i ØMU begrense adgangen til underskuddsfinansiering av offentlige utgifter.

Vil mindre rom for tradisjonell motkonjunkturpolitikk presse frem større fleksibilitet i arbeidsmarkedet? I så vil bedre fungerende arbeidsmarkeder, med tilhørende reduksjon i arbeidsløsheten, kunne bli den viktigste virkningen av felles mynt.

FELLES MYNT I EUROPA

ERFARINGENE SÅ LANGT OG UTSIKTENE FREMOVER

1. BAKGRUNN

På tampen av forrige århundre ble elleve europeisk valutaer erstattet av én ny. Erstattet? Ja, tyske mark, franske franc, italiensk lire, osv. er nå ulike denomineringer av den ene og samme valutaen - euro. Av praktiske og historiske årsaker vil imidlertid de gamle valutaene være i sirkulasjon et par års tid til. Men 1. juli 2002 er det definitivt slutt. Da er euroen alene igjen på valen.¹

Innføringen av euro er en enestående begivenhet. Troen på at elleve land frivillig ville renonsere på det å ha en egen pengeenhet, med tilhørende mulighet til å drive egen pengepolitikk, var det ikke mange som hadde. Blant de "troende" var imidlertid Tysklands forbundskansler Helmut Kohl. Hans kraft og engasjement i prosjektet ØMU (Økonomisk og Monetær Union) var avgjørende for at det ble noe av.

Men hvorfor ivrer den tyske kansler - av alle - for felles mynt, når nettopp Tyskland har mest å tape på å gi slipp på egen valuta? Her er snakk om tap på tre områder.

- a) Med tysk mark som nøkkelvaluta i Europa dominerte tysk pengepolitikk europeisk pengepolitikk. Andre lands sentralbanker har måttet danse etter Bundesbanks pipe.
- b) Monopolfordelen av å utstede penger som også andre land bruker, kalt internasjonal seigniorage, var av ikke liten betydning for Tyskland. Denne fordelene må tyskerne nå dele med andre.²
- c) Den sterke tyske marken har egenverdi for tyskere flest. Den er noe å være stolt av. Hvorfor da gå i front for å bli kvitt den?

Grunnen til at Tyskland likevel gikk så sterkt inn for ØMU, må være at fordeler ved felles mynt antas å overskygge ulempene. La meg antyde noen punkter.

- a) Økonomisk sett kan det være betydelige fordeler med felles mynt, også for Tyskland. Eksempelvis vil ØMU kunne presse frem langt bedre tilpasningsevne i et rigid arbeidsmarked.
- b) Politiske vurderinger kan overskygge de økonomiske. Var det slik at Kohl, for å kunne få den franske presidenten Francois Mitterand til å svelge Tysklands samling i 1990, måtte love å arbeide for etablering av felles mynt i Europa?

¹ Jeg takker Line Alfarrustad, Jens Andvig, Egil Bakke, Geir Bjønnes, Eystein Gjelsvik, Andreas Grünfeldt, Per Bottolf Maurseth, Thorvaldur Gylfason, Jan Fredrik Qvigstad, Ole Bjørn Røste, Hermod Skånland og Erling Steigum for nyttige kommentarer. Gjenværende feil og mangler er mitt ansvar.

² Sinn & Feist (1997) anslår tapet av seigniorage til vel 400 euro pr. innbygger i Tyskland, gitt at alle 15 EU-land er med i den monetære unionen. De nordiske land får økt seigniorage ved å bytte egen valuta mot euro. Med en neddiskontert gevinst på mer enn 500 euro pr. snute, topper Finland listen.

- c) I en større sammenheng så Kohl Økonomisk og Monetær Union som det naturlige neste byggetrinn i den europeiske integrasjonsprosessen.

En annen betraktning for hvorfor tiden nå var moden for prosjektet felles mynt i Europa, tar utgangspunkt i to ønsker; om frie kapitalbevegelser og om stabile valutakurser. Høststormer i de europeiske kapitalmarkeder i 1992 førte til at britiske pund og italienske lire meldte seg ut av fastkurssamarbeidet. En mengde andre valutaer måtte kraftig nedskrives. Resultatet var sterke vridninger i konkurranseevnen EU-landene imellom. Om man vil unngå slike "konkurrerende devalueringer" i fremtiden og samtidig tillate fri flyt av kapital, synes bare én vei åpen; innføring av felles mynt.

"Be that as it may", som engelskmennene sier. Euroen er her. Hvilke erfaringer har man høstet siden euroens komme den fjerde januar 1999? Hvilken pengepolitikk fører Den europeiske sentralbanken (ESB)? Er det åpenbart at alle land i Euro-området på sikt vil måtte ha samme inflasjonstakt? Hvilke konsekvenser får ØMU for finanspolitikken innen EU? Har vi ro for at ESB vil opptre troverdig og drive en pengepolitikk som landene er tjent med? Og hvordan skal vi måle suksess eller ikke for prosjektet felles mynt i Europa?

2. PENGEPOLITIKKEN I EURO-OMRÅDET

Hovedoppgaven for Den europeiske sentralbanken (ESB), som holder til i Frankfurt, er å sørge for prisstabilitet. I utgangspunktet presiserte ESB at det betød inflasjon under to prosent. Noe senere la man til at her også var en nedre grense; deflasjon, eller negativ prisstigning, vil ikke ESB ha noe av. I dette avsnittet ser vi nærmere på den pengepolitiske strategien til ESB. Deretter diskuterer vi målfunksjonen til denne nye sentralbanken.

2.1 Strategi

Mens en finansminister har et utall av virkemidler til disposisjon - tenk bare på alle de ulike skatte- og avgifts-satsene -, har en sentralbanksjef i dag i hovedsak bare ett; hvilken rentesats skal banker forøvrig ha anledning å låne til?

Gitt mandatet til ESB blir utfordringen å endre den kortsiktige renten slik at den årlige prisstigningstakten for Euro-området sett under ett hele tiden holdes mellom null og to prosent.

Strategien for gjennomføring av pengepolitikk i Euro-området - dvs. strategien for hvordan beslutninger om endring i den korte renten skal fattes -, er basert på to pillarer. Den første pillaren heter "referanseverdi for vekst i M3-pengemengden".

Fra starten av bestemte Rådet, som består av ESB-styret på seks personer og de elleve ØMU-lands sentralbanksjefer, en referanseverdi for M3-vekst på 4,5%. Tidlig i desember 1999 besluttet Rådet å holde fast på denne referanseverdien, til tross for at pengemengden i flere måneder hadde vist en årlig veksttakt på omkring 6%.

Grunnen til å vokte på utviklingen i pengemengden finner vi i den for økonomer velkjente kvantitetsligningen:

$$(1) \quad MV = PY$$

I ord; pengemengden (M) multiplisert med pengenes omløpshastighet (V), er lik prisnivået (P) multiplisert med bruttonasjonalproduktet (Y). Når Y måles i faste priser, uttrykker høyresiden i (1) verdien av BNP i løpende priser. Venstresiden viser det samme; hvor mange ganger pengemengden må "gå rundt" for at nominelt BNP skal "la seg kjøpe".

Om vi ser på veksttakter og bruker små bokstaver, kan (1) skrives slik:

$$(2) \quad m+v = p+y$$

Løst med hensyn på vekst i prisnivå over tid (p), dvs. inflasjon, har vi:

$$(3) \quad p = m+v-y$$

Og med hensyn på vekst i pengemengden (m):

$$(4) \quad m = p+y-v$$

Basert på data for de siste tyve årene, anslår ESB at omløpshastigheten for M3-penger har sunket med mellom en halv og én prosent pr. år. Man legger til grunn at denne utviklingen vil fortsette. (Med minus foran v, blir det pluss i tabellen nedenfor.)

Anslagene for realvekst i BNP for Euro-området ligger mellom 2,5% og 3,0% pr. år.

Med en årlig prisvekst som skal ligge mellom 0% og 2%, kan vi stille opp følgende enkle tabell:

	Anslag	
	Laveste	Høyeste
- Vekst i omløpshastighet (v)	0,5%	1,0%
+ Vekst i reelt BNP (y)	2,5%	3,0%
+ Vekst i prisnivå (p)	0,0%	2,0%

= Vekst i pengemengde (m)	3,0%	6,0%
	=====	

Tar vi gjennomsnittet for lavest og høyest verdi i denne tabellen, fremkommer referanseverdien for M3-vekst på 4,5%.

På slutten av 1970-tallet og et stykke inn på 1980-tallet tilla mange lands sentralbanker veksten i pengemengden stor betydning. Da Paul Volcker ble ny sentralbanksjef i USA høsten 1979, var inflasjonen kommet opp i et to-sifret tall. Med utgangspunkt i ligning (3) over konstaterte Volcker behovet for en kraftig innstramning i tilførselen av likviditet. Økt knapphet på penger ga en markant økning i rentenivået.

Finansielle innovasjoner, som sparing i ulike typer fonds, gjør etterspørselsfunksjonen etter penger,

definert som kontanter og bankinnskudd, mindre stabil. En pengepolitikk basert på styring av veksten i pengemengden blir da mindre hensiktsmessig. Nettopp denne erfaringen høstet man i USA gjennom første halvdel av 1980-årene.

Fra slutten av 1980-tallet og inn i 1990-årene svingte "motene" i akademia i retning av prismål for sentralbanker, snarere enn pengemengdemål eller valutakursmål. Tidlig på 1990-tallet innførte New Zeland og Canada inflasjonsmål for pengepolitikken. Andre land fulgte etter. Mindre vekt ble lagt på utviklingen av samlet likviditet i økonomien; mer vekt på forventet prisstigning. Hvorfor, kan man undre seg, har da ESB besluttet at veksten i M3 skal være Pillar nummer én i den pengepolitiske strategien?

Ønsket om å "arve" troverdigheten til en av sine filialer, den tyske sentralbanken, ligger nok bak den vekt ESB legger på M3-veksten. Men i motsetning til Bundesbank har ikke ESB et årlig måltall, med passende korridor rundt. Referanseverdien skal snarere forstås som et noe vagere siktemål for pengemengdeveksten over en lengre periode. Dessuten, viser det seg, følte ikke Bundesbank seg mer knyttet til korridoren for anslått pengemengdevekst enn at den omtrent halvparten av tiden lå utenfor denne.

Ulike pengeaggregater er blitt anvendt som styringsmål i pengepolitikken. Ved å benytte det omfattende M3-begrepet, vil ikke endringer i private sektors sammensetning av likvide midler få noen virkning for M3-veksten. Om f. eks. folk sparer mer i ulike fonds- og mindre i form av vanlige bankinnskudd -, påvirkes ikke M3-veksten. Det skyldes at M3-begrepet inneholder andeler i slike fond.

Den andre pillaren i ESBs pengepolitiske strategi er temmelig vag. "Alt" som kan tenkes å gi en pekepinn på hvordan inflasjonen i tiden fremover vil utvikle seg, ser ut til å høre med her. "These variables include, *inter alia*, wages, the exchange rate, bond prices and the yield curve, various measures of real activity, fiscal policy indicators, price and cost indices and business and consumer surveys" (ECB, Monthly Report, January 1999, s. 49).

Fra akademisk hold er ESB blitt kraftig kritisert for å legge så stor vekt på M3-veksten.³ Når målet er å holde inflasjonen innen gitte og snevre rammer, burde anslaget for fremtidig inflasjon være den viktigste mellomliggende variabelen, snarere enn veksten i pengemengden. Trolig vil ESB, i løpet av et års tid, komme i gang med publisering av "inflation forecasts". Men at den nye sentralbanken trenger noe tid for å teste ut egnet modellapparat for slike prognoser, virker ikke urimelig. At man i mellomtiden holder fast ved det kjente - om enn kanskje noe umoderne -, nemlig pengemengdeveksten, trenger ikke være så galt.

2.2 Målfunksjonen til ESB

I henhold til ØMU-traktaten skal Den europeisk sentralbanken "... without prejudice to the

³ De Grauwe (1999, s. 20) konkluderer sin kritikk slik: "It is advisable that the ECB stops pretending it is giving a special importance to the money stock." McCallum (1999, s. 10) er for en enslig, akademisk svale å regne når han konkluderer at: "... one does not have to be an opponent of the Taylor rule.... - which I am not - to believe that there remains an extremely important role to be played by measures of the monetary base and other monetary aggregates."

objective of price stability, support the general economic policies in the Community..." Nederlenderen Willem F. Duisenberg, som trakk et litt lengre strå enn franskmannen Jean-Paul Trichet i kampen om å bli ESBs første sjef, har ved mange anledninger presisert at prisstabilitet er det overordnede målet for banken.

En viktig grunn for den sterke fokuseringen på lav inflasjon er behovet for, i en oppstartingsfase, å bygge opp en kapital av troverdighet. Når markedsaktører, så vel som politikere, tar innover seg at en "løs" pengepolitikk ikke kommer på tale, vil renteendringer i fremtiden ha større realøkonomiske virkning. Hvorfor det? Fordi med ro for at inflasjonen holdes innenfor de fastlagte rammer, vil endringer i nominelle renter slå sterkere på forventet realrente. Og det er endringer i denne som har betydning for realøkonomiske disposisjoner, som endring i investering og konsum.

De Grauwe (1999) er blant dem som har kritisert ESB på dette punktet. Han hevder at banken har redefinert sitt mandat i retning av at prisstabilitet skal være bankens eneste mål, snarere enn dens viktigste mål. Om man ser på ESBs adferd, den korte tiden den har vært i funksjon, hvor rimelig er denne kritikken?

Ved starten i januar 1999 var styringsrenten 3%. Utover våren dette året kom det stadig inn nye tall som viste at aktivitetsområdet i Euro-området var noe labert. Det hadde sammenheng med svakere etterspørsel internasjonalt, i kjølvannet av finanskriser i Asia og Russland året før. På møtet i ESBs besluttede organ, Rådet, ble det den 8. april 1999 bestemt å senke renten til 2,5%. Man anså ikke at en slik oppmykning av pengepolitikken ville virke inflasjonsdrivende, til tross for at pengemengdeveksten lå i overkant av 5% og altså over referanseverdien på 4,5%. Hensynet til produksjon og sysselsetting veide tyngre enn måltallet for M3-veksten.

De Grauwe erkjenner at rentenedsettelsen i april 1999 tyder på at ESB har flere argumenter i sin målfunksjon enn bare prisstabilitet. Snarere enn å gi ESB ros for nyanserte vurderinger, kritiserer De Grauwe sentralbanken for manglende troverdighet, dvs. at den sier noe og gjør noe annet. Uansett lar han ESB sitte igjen med Svarteper.

I november, snaue syv måneder senere, var de realøkonomiske utsiktene i Euro-området klart bedre. ESB fant det da tilrådelig å sette renten opp igjen, til 3%. Ferske tall for utviklingen på kapitalbalansen med utlandet kan ha spilt en rolle her. For perioden oktober 1998-oktober 1999 erfarte Euro-området en netto utstrømning av kapital på 149 milliarder euro. En konsekvens av at aktørene i privat sektor ønsker å flytte sine midler over fra euro til dollar (og andre valutaer), er en svekkelse av euroen. Mindre kjøpekraft for euro overfor dollar gir dyrere import. Dessuten blir en M3-vekst som på det tidspunktet var kommet opp i 6%, mer bekymringsfull når privat sektors finansinvesteringer i andre land og valutaer øker.

Tidlig i februar 2000, dagen etter at den amerikanske sentralbanken hadde hevet sin signalrente med 0,25 prosentpoeng, til 5,75%, fulgte ESB etter. Renten som banker i Euro-området nå må betale for å låne fra sin sentralbank, ble satt opp til 3,25%. Denne siste økningen av eurorenten kan sees i lys av en viss bekymring for valutakursen. Ved starten, i januar 1999, kostet en euro 1,18 dollar. Tretten måneder senere var prisen sunket til 97 cent.

3. FELLES VALUTA - GIR DET SAMME INFLASJON?

Forskning som avdekker at oppleste og vedtatte sannheter ikke er det, er særdeles nyttig. I mange

kretser er det en utbredt oppfatning at prisstigningstakten for landene i Euro-området over tid vil måtte bli sammenfallende. For om Portugal har mer enn 2% inflasjon år ut og år inn, mens prisstigningstakten i Tyskland holder seg stabil på 1%, vil ikke da portugisiske bedrifter over tid konkurrere seg helt ut av markedet?

Nei. Ikke om ulik prisstigningstakt skyldes realøkonomiske forhold. Den såkalte Balassa-Samuelson-effekten - som anvender samme tankeskjema som vår egen Aukrust-modell - kaster lys over dette spørsmålet. Anta følgende:

	Tyskland	Portugal
Produktivitetsvekst i K-sektor	1%	3%
Lønnsvekst i K-sektor	2%	4%
Prisvekst i K-sektor	1%	1%
Produktivitetsvekst i S-sektor	1%	1%
Lønnsvekst i S-sektor	2%	4%
Prisvekst i S-sektor	1%	3%

I tabellen over er produktivitetsveksten i Tyskland den samme i konkurranseutsatt sektor som i skjermet sektor, 1%. Videre antas det at lønningene stiger med 2% i begge sektorene. Om vi nå forutsetter at arbeid og kapital mottar konstante andeler av den samlede verdiskapningen, vil prisene i begge sektorene stige med 1%. Inflasjonen - eller stigningen i det generelle prisnivået - blir opplagt 1%.

I Portugal kan man glede seg over en produktivitetsvekst på 3% i den konkurranseutsatte sektoren. Med en lønnsøkning på 4% er det behov for en prisøkning på 1% om faktorandelene skal være konstante. Med samme prisøkning på portugisiske K-produkter som på tyske, forblir konkurranseevnen mellom de to lands bedrifter uendret.

Om lønnsutviklingen i skjermet sektor i Portugal skal holde tritt med ditto i konkurranseutsatt sektor, dvs. 4% årlig vekst, må prisene her stige med 3%, om faktorandelene skal være uendret. Ettersom frisører i Portugal ikke konkurrerer med sine tyske kolleger, er det rom for dette.

La K-sektor i Portugal utgjøre 30% av økonomien og S-sektor 70%. Den gjennomsnittlige prisstigningen i landet blir da;

$$(1*0,3 + 3*0,7)\% = 2,4\%.$$

Så lenge bildet gitt ved tabellen over holder seg, vil inflasjonen i Portugal, målt ved konsumprisindeksen (og ikke med prisindeksen for K-sektor) ligge godt over prisstigningen i Tyskland, uten at konkurranseevnen til portugisiske bedrifter dermed forringes.

Om vi ser på inflasjonstallene for de ulike Euro-landene over de siste par årene, ligger Tyskland og Frankrike på rundt 1%, mens Irland og Portugal ligger i overkant av 2%. Dersom det er slik at forskjellen i produktivitetsvekst mellom K- og S-sektor i Portugal (og Irland) er betydelig større enn den tilsvarende forskjellen i Tyskland (og Frankrike), er det ikke noe i veien for vedvarende høyere inflasjon, målt ved konsumprisindeksen, i de to førstnevnte land enn i de to sistnevnte.

Mer generelt, land som har et betydelig "innhentingspotensiale" hva gjelder produktivitet i industri og annen konkurranseutsatt virksomhet, vil trolig operere med høyere inflasjon, stadig vekk målt med konsumprisindeksen, enn mer "avanserte" land. Om - eller når - EU utvides og land som Ungarn, Estland og Polen også tar euroen i bruk, vil Balassa-Samuelson-effekten trolig bli mer markant. For å unngå deflasjon i "avanserte" land kan det da kanskje være aktuelt å heve målsonen for prisstabilitet i Euro-området, for eksempel til 3%.

4. NÆRMERE OM FINANSPOLITIKKEN I EURO-LANDENE

Et av kravene for å bli med i ØMU er sunne statsfinanser. Underskuddet på de offentlige budsjettene kan ikke overstige 3% av verdiskapningen i landet i løpet av et år (BNP), og offentlig sektors bruttogjeld skal ikke være mer enn 60% av BNP. Ved statsministermøte i EU i Amsterdam 1997 ble det enighet om en Vekst- og Stabilitetspakt som innebar at disse reglene også skulle gjelde etter inntreden i ØMU.

Med felles pengeenhet kan det enkelte lands myndigheter bare føre motkonjunkturpolitikk ved variasjoner i statlige inntekter og utgifter. Hvorfor, kan man da spørre seg, legges det restriksjoner på finanspolitikken til det enkelte Euro-land? Her er to argumenter; tidskonsistensproblemet for det enkelte land, og den negative eksternalitet for andre land ved for store statlige låneopptak.

Når fristelesen til å gjøre noe som er lurt på kort sikt, men dumt på lang sikt, kan et tidskonsistensproblem oppstå. Med et felles kapitalmarked, omfattende 270 millioner mennesker, og med en sentralbank som er forpliktet til å sikre pengeverdien over tid, vil land som tidligere måtte betale høy rente for offentlige låneopptak, nå kunne glede seg over betydelig lavere rente. Det kan føre til uansvarlighet på det finanspolitiske området. Foran et valg vil den sittende regjering kunne fristes til en viss ekstravaganse, for å sikre gjenvalg i det korte løp. Prisen er statsfinansielle problemer i det lange løp. Kravet i Vekst- og Stabilitetspakten gir mindre rom for slik opportuniste.

Så var det den negative eksternaliteten. Om statlige myndigheter i Euro-land driver kraftig underskuddsbudsjettering, øker låne-ettterspørselen i Euro-området. Det generelle rentenivået tenderer oppover. For andre Euro-land, som holder sine statlige utgifter under kontroll, kan den høyere renten sees som en negativ ekstern virkning: Refinansiering av eksisterende statsgjeld blir dyrere. Og aktivitetsnivået i privat sektor dempes.

I tillegg til at økt låne-ettterspørsel fra statlig hold gir høyere markedsrenter, vil ESBs reaksjon på en inflatorisk finanspolitikk i deler av Euro-området kunne føre til at sentralbankens signalrenter settes opp. Om man riktig skal være pessimist, vil et høyere rentenivå, i hvert fall på kort sikt, kunne føre til en sterkere euro og således svekke Euro-landenes konkurransevne utenfor sitt eget område.

Men gode nyheter skal vi heller ikke glemme. Med egen valuta vil en ekspansiv finanspolitikk kunne føre til høyere rente og sterkere valuta. Økte offentlige utgifter vil fortrenge private investeringer så vel som ettterspørsel rettet mot bedrifter som konkurrerer internasjonalt. Med felles mynt blir slike virkninger marginale. Finanspolitikken får større effekt.

Ser vi på tallene for Euro-områdets finanspolitiske utvikling, fremkommer følgende bilde, alle tall i prosent av BNP:

	1998	1999	2000
Primærbalansen	2,7%	2,8%	3,0%
- Statlige renteutgifter	4,7%	4,4%	4,2%

= Budsjettbalansen	-2,0%	-1,6%	-1,2%
	=====		

Primærbalansen består av statlige inntekter minus statlige utgifter, eksklusive renter, i prosent av BNP. Primærbalansen minus statlige renteutgifter gir den samlede budsjettbalansen.

Ved første øyekast ser bildet som tabellen over gir, ganske lystelig ut. Budsjettunderskuddet forventes å gå ned fra 2% av BNP til 1,2% i løpet av to år. Av denne reduksjonen på 0,8 prosentpoeng skyldes imidlertid hele 0,5 prosentpoeng (4,7 minus 4,2) lavere renteutgifter. Reduserte renteutgifter har sammenheng med refinansiering av statlig gjeld til lave eurorenter.

Den gjenværende bedring på 0,3 prosentpoeng (3,0 minus 2,7) skyldes en styrking av primærbalansen. Men denne bedringen av primærbalansen er hovedsakelig et konjunktur-fenomen; i oppgangstider stiger offentlige inntekter mer enn offentlige utgifter.

Sammenfatningsvis er forventet bedring i Euro-landenes statsfinanser ikke imponerende. For å ha noe å gå på i nedgangsperioder burde de nærmeste par årene fremover ha gitt pluss i de offentlige finansene. Dette er ESBs syn. Men det formuleres noe mer forsiktig: "...budgetary positions across the euro area continue to be driven by economic and interest rate conditions, whereas active fiscal consolidation measures do not appear to play a significant role." (ESBs månedsrapport for desember 1999, s. 44)

Det siste poeng knyttet til finanspolitikk i Euro-landene, som vi her tar med oss, har med faren for prosyklisk realrente å gjøre.

La to land i Euro-området være i ulik konjunkturfase; Finland opplever en boom både i treforedling og i elektronikk, mens Spania erfarer sviktende turist-tilstrømming og synkende citrus-eksport. Gode tider i Finland gir press på priser og lønninger. Labert aktivitetsnivå i Spania fører til deflasjonstendenser på den iberiske halvøya. Med felles valuta og felles nominell rente, blir realrenten i Finland lav, i Spania høy. Lav realrente i Finland forsterker en oppgangskonjunktur; høy realrente i Spania gjør det vanskelig å komme ut av en nedgangskonjunktur. Således blir realrentene i de to landene eksakt motsatt av hva konjunkturbildet tilsier er ønskelig. Kan finanspolitikk på EU-nivå brukes til å bøte på denne situasjonen?

Slik regelverket er nå, blir svaret nei. I motsetning til et annet stort valutaområde, USA, mangler EU det som kalles "fiscal federalism". Om f. eks. Texas opplever nedgangstider på grunn av lave oljepriser, vil de føderale skattene som Texas betaler, synke. Samtidig vil overføringer sentralt fra Washington D.C. til Texas øke. Andre stater i USA, som opplever bedre tider, vil være i en motsatt situasjon. Således fungerer "fiscal federalism" som en konjunktur-utjevnerende forsikringsordning.

Statlige inntekter på føderalt nivå i USA utgjør omlag 20% av BNP. Det gir rom for en slik ordning.

Det tilsvarende tallet for EU er beskjedne 1,27%. Det gir ikke rom for "fiscal federalism".

5. TROVERDIGHETEN TIL DEN EUROPEISKE SENTRALBANKEN

Noe av det første Tony Blair gjorde som statsminister i Storbritannia våren 1997 var å gi Bank of England større uavhengighet. Ansvaret for fastsettelsen av sentralbankens signalrenter gikk over fra finansministeren til en Monetary Policy Committee (MPC), bestående av sentralbank-sjefen, fire direktører i banken, samt fire frittstående eksperter.

Hva gjelder fastsettelse av målet for virksomheten, bruk av virkemidler samt formelle rapporteringsrutiner har imidlertid Bank of England noe mindre handlingsrom enn ESB. Det mener i hvert fall professor Willem H. Buiter som er en av de fire eksterne ekspertene i MPC. Mer konkret peker Buiter (1999) på at mens ESB selv har definert sitt inflasjonsmål, er det den britiske regjering som gjør det for sin sentralbank. I juni 1997 ble målet for britisk inflasjon satt til 2,5%, med en svingningsmargin på ett prosentpoeng hver vei.

I ekstreme situasjoner kan den britiske finansminister instruere sentralbanken om rentefastsettelse, for en begrenset periode, og med Parlamentets godkjenning i etterkant. ESB derimot, skal ikke be om, eller ta imot, råd om rentefastsettelse, hverken fra andre EU-organer eller fra ØMU-lands myndigheter.

Dersom inflasjonstakten skulle komme utenfor det ønskede målområdet (mellom 1,5% og 3,5%), må den britiske sentralbanksjefen, på vegne av MPC, skrive et åpent brev til finansministeren. I dette brevet må det redegjøres for hvorfor man bommet på målet, hva MPC har tenkt å gjøre, og hvor lang tid det vil ta før man er tilbake i målsonen. Noe slikt "åpent brev" - i en tilsvarende situasjon - er ikke ESB-sjefen pålagt å skulle forfatte.

Basert på slike vurderinger konkluderer Buiter med at lovverket for Den europeiske sentralbanken, det institusjonelle oppsettet og den praktisk gjennomføringen av pengepolitikken har betydelige svakheter.

Ikke overraskende imøtegår sjeføkonomen i ESB, som også er med i ESBs styre, professor Otmar Issing, Buiters synspunkter. Når vi i det følgende gir et innblikk i denne debatten, er det naturlig å organisere den rundt de to ordene "Transparency" og "Accountability". Med "transparency" menes åpenhet, eller "gjennomsiktighet"; med "accountability", å være ansvarlig eller stå til ansvar for.

5.1 Transparency

"... transparency", sier Issing (1999, s. 506) "refers primarily to "words", i.e. attempts to convey explanations and the thinking behind the actions." Oppgaven er å redegjøre for resonnementene som ligger til grunn for beslutningene som fattes. Alt som sies fra ESB skal være sant. Noe "lurespill" for på den måten å få en kortsiktig økonomisk eller politisk gevinst, avviser Issing blankt.

Men at alt som sies skal være sant betyr ikke at alt som er sant skal sies. Et filosofisk problem reiser seg; våre kunnskaper er alltid begrenset. En full beskrivelse av virkeligheten vil vi aldri kunne gi. Kun

glimt av helheten er oss forunt. Her støtter Issing seg på Bank of Englands egen sjeføkonom, professor John Vickers, som erkjenner at det ikke er mulig å la publikum få del i all den informasjon som går inn i vurderingene rundt endringer i sentralbankens renter. Og, kunne vi legge til, innsikt i det enkelte Rådsmedlems tankeprosess og resonnementskjede vil heller aldri kunne bli lagt åpent frem i det offentlige rom. Basert på disse betraktningene må vi konkludere at pengepolitikk aldri vil være fullt ut transparent.

Mer konkret har ESB blitt kritisert for ikke å la referater fra møtene i Rådet, der endring i renten bestemmes, bli offentliggjort. Men ettersom ESB-sjef Willem Duisenberg en gang i måneden, umiddelbart etter Rådsmøte, holder en pressekonferanse, synes denne kritikken å skyte over mål. Kommunikasjon med offentligheten gjennom spørsmål og svar gir vel mer transparency enn redigerte referater som måtte komme ut noen uker senere? Hva som sies på pressekonferansen blir samme dag, og uredigert, lagt ut på nettet.

For ytterligere å la publikum få innsyn i ESBs vurderinger og analyser har banken besluttet, i tillegg til de pålagte kvartalsrapporter, å gi ut en månedsrapport. Lesning av denne rapporten gir en god følelse for tenkemåten i den nye europeiske sentralbanken.

Sammenfatningsvis fortøner det seg rimeligere å snakke om den optimale graden av transparency, snarere enn om den maksimale. Ettersom optimale løsninger ytterst sjelden gjenfinnes i virkeligheten, vil alle sentralbanker, i sin kommunikasjon med publikum, ha rom for forbedringer.

En liten digresjon tillater vi oss. Hva med transparency i Norges Bank? Mens ESB i hovedsak skal fokusere på levering av prisstabilitet, har Norges Bank en noe mer ullen oppgave. Retningslinjene tilsier at kronen skal holdes stabil mot euro. Det krever at norsk inflasjon, over tid, er på linje med Euro-området. I den senere tid har Norges Bank lagt økende vekt på å holde lav inflasjon. Det fremstår nå som et selvstendig mål. Men dermed blir bildet noe uklart - dvs. lite transparent. Hva vil Norges Bank gjøre om målet om lav inflasjon tilsier at renten bør heves, mens målet om en stabil valutakurs tilsier lavere rente?

At dette også er et politisk problem kommer klart frem når statssekretæren i Finansdepartementet (på valutapolitisk seminar på Gausdal i januar 2000) finner det vanskelig åpent å diskutere praktiseringen av dagens pengepolitiske regelverk. Om myndighetene i Norge, ut fra en totalvurdering, holder fast på en to-delt målfunksjon for pengepolitikken, er det trolig at Norges Bank, også i fremtiden, vil vise noe mindre transparency enn andre sentralbanker.

5.2 Accountability

Ansvarlighet i sentralbank-sammenheng, har to elementer. En sentralbank skal være ansvarlig for resultater. Dessuten skal den stå til ansvar overfor politisk valgte organer.

I henhold til Maastricht-traktaten skal Den europeiske sentralbanken sikre prisstabilitet for Euro-området sett som et hele. Ettersom inflasjon i det lange løp alltid er et monetært fenomen, og ettersom sentralbanken har monopol på utstedelse av penger, virker dette rimelig. Som diskutert over skal ESB bidra til oppfyllelse av andre mål for Euro-området, såfremt dette ikke kommer i konflikt med målet om inflasjon mellom null og to prosent.

Om det skulle vise seg at en inflasjonstakt et par prosentpoeng høyere enn det som nå legges til grunn vil være langt bedre for den realøkonomiske utviklingen i Euro-området, hva vil da skje med pengepolitikken? Med mindre de vise kvinner og menn i ESBs Råd deler denne vurderingen vil intet skje. Hva som menes med prisstabilitet er det opp til ESB selv å bestemme. Mens den britiske regjeringen forteller sin sentralbank hva ønsket inflasjonstakt er, finnes det ingen "europeisk regjering" som gir en operasjonell definisjon av begrepet prisstabilitet til Den europeiske sentralbanken.⁴

Men hva med "ekstrem-situasjoner"? Som Buitter påpeker, kan Bank of England, om en krise skulle inntreffe, bli overstyrt av finansministeren. ESB derimot, skal "... neither seek nor take..." råd fra noe politisk hold. Denne forskjellen kan skyldes at Bank of England kun har én regjering å forholde seg til, mens ESB har elleve. En manglende politisk overbygning i EU har ført til at ESB har fått en friere stilling enn andre sentralbanker.

Her er vi ved et generelt problem ved hele EUs konstruksjon. Når et sett av land ønsker nært samarbeid på en mengde felter, men samtidig ikke vil gå opp i en ny enhet - en føderasjon -, blir det ofte behov for delikate avveininger mellom demokratisk kontroll og solid handlekraft. Selv om ESB må avgi en kvartalsvis rapport til Europaparlamentet, og også diskutere den i den relevante komiteen, mangler politikerne "tenner" i en eventuell konfrontasjon med Den europeiske sentralbanken. Ledelsen av ESB kan kjøre løpet. I tilfellet ØMU har man således landet på en modell der handlekraft har fått forrang fremfor demokratiske kontroll.

Sammenfatningsvis virker det som om ESB er godt i gang med en læreprosess; både internt og eksternt. Den grad av transparency som man bør forlange av en sentralbank, synes å være på plass. Hvorvidt accountability er det, kan man stille et større spørsmålstegn ved. Ting som vanskelig kan skrives inn i traktater, så som dømmekraften til dem som leder Den europeiske sentralbanken, vil være avgjørende for om det "demokratiske underskuddet", som EØS-konstruksjonen er preget av, en dag skal bli et problem.

6. SUKSESS-KRITERIER FOR EUROEN

Et prosjekt er vellykket når stadig flere vil bli med. Et suksess-kriterium for den monetære unionen blir således om nye land etter hvert vil slutte seg til.

Et annet kriterium er om konjunktorene blir mer sammenfallende med felles mynt. I så fall øker sjansene for at den felles renten ikke vil skape for store problemer i Euro-landene. Dette er det springende - og spennende - punkt i prosjektet felles mynt i Europa.

Et tredje suksess-kriterium er hvorvidt ØMU-prosjektet kan tenkes ha å virkninger utover de pengepolitiske. Vil økonomier som tar euroen i bruk, oppleve strukturelle endringer som over tid

⁴ I Sverige er det Riksbankens oppgave, snarere enn regjeringens, å tallfeste inflasjonsmålet. Om landet går med i ØMU, vil således ikke regjeringen miste noe makt på dette punktet. Siden 1995 har inflasjonsmålet i Sverige ligget fast på 2%, med tillatt avvik ett prosentpoeng hver vei.

fører til en bedre utnyttelse av ressursene?

6.1 Vil flere bli med?

Av de 15 landene som nå er med i EU, har fire fremdeles sin egen valuta; Storbritannia, Hellas, Danmark og Sverige.

Euro-11, møteplassen for ØMU-landenes finansministre, er opptatt av mer enn pengepolitikk. Det betyr at land som ikke er med i ØMU, risikerer å bli stående på sidelinjen når den økonomiske politikken mer generelt skal utformes. En slik utvikling er den britiske regjeringen engstlig for. Således ønsker den å ta landet inn i den monetære unionen. En folkeavstemning om dette spørsmålet planlegges kort tid etter neste parlamentsvalg. Med stor motstand på gallupen mot å oppgi pundet, har politikere som ønsker britisk inntreden i ØMU, en tøff oppgave foran seg.

Også mange fagøkonomer er skeptiske. Et viktig argument er at Storbritannias konjunktursyklus avviker sterkt fra Euro-området. Med en rente på pund som er nær det dobbelte av renten på euro, vil det å ta pundet inn i ØMU nå (våren 2000) være som å gi gass i utforbakke. På ett- til to-års sikt kan man imidlertid godt tenke seg at renteforskjellene mellom euro og pund snevres inn. Om oppgangskonjunktoren i Euro-området varer ved, vil renten settes opp for å stagge inflasjonen. Britisk økonomi, som syklisk ligger godt foran Euro-landenes, kan da ha behov for pengepolitisk stimulans, med tilhørende lavere rente.

Sammenfallende rente en kortere periode er imidlertid ikke noe klarsignal for britisk inntreden i Euro-området. En eventuell konvergens i euro- og pund-renter; "... would be more like two ships passing in the night than moving in convoy. Indeed, a big movement of euro and British interest rates in opposite directions would underline how different the business cycles remain in UK and the euro-zone." (Samuel Brittan i Financial Times, February 3, 2000).

Et annet forhold britene er opptatt av, er at valutakursen må være "riktig" før pundet viker plassen for euroen. Med en pris på omlag 3,20 DEM pr. GBP synes pundet noe overvurdert. I tillegg til mer sammenfallende renter vil en svekkelse av pundet ned mot omlag 2,90 DEM være ønskelig før eventuelt kursen mot euro blir ugjenkallelig låst.

I Hellas er stemningen langt mer pro euro. Der tar man sikte på vedtak om ØMU-inntreden på EUs toppmøte i Lisboa 19. og 20. juni 2000. Landet har gjort betydelige fremskritt for å tilfredsstille konvergenskravene. Underskuddet på statsbudsjettet vil være mindre enn 2% av BNP i 2000; den statlige gjelden er fallende, om enn fra et høyt nivå; og inflasjonen som i 1999 var på 2,6%, er også på vei ned. Med en rente på over 9% vil imidlertid gresk inntreden i ØMU virke meget ekspansivt. Det skyldes at renten da vil falle til under det halve. Den lille oppskrivningen av greske drachmer mot euro, godt innenfor de tillatte svingningsmarginer på 15%, som fant sted 15. januar 2000, vil virke i motsatt retning.

Også i Danmark synes stemningen å svinge i favør av ØMU-medlemsskap. Regjeringen har lovet en folkeavstemning om spørsmålet innen utgangen av mars 2002. Gallup-tall tyder på at danskene er klare for å la kronen bli erstattet med euro. Med en meget stabil dansk krone mot euro vil ikke overgangen bli så stor.

Til sist, det sosialdemokratiske parti, som har regjeringsmakten i Sverige, har omsider tatt motet til

seg og erklært sin støtte til ØMU. Noen dato for folkeavsteming er imidlertid ikke fastsatt. Sammenlignet med Danmark er den økonomiske strukturen i Sverige, så vel som konjunktursyklusen, mer sammenfallende med Euro-området. Det gjør det lettere for Sverige å ta euroen i bruk.

6.2 De stabiliseringspolitiske konsekvensene er uklare

I den tradisjonelle litteraturen om optimale valutaområder blir de makroøkonomiske ulempene ved felles mynt målt opp mot de mikroøkonomiske fordelene. Det viktigste makrospørsmålet er i hvilken grad Euro-områdets felles rente blir passende for de deltakende landene.⁵

Når et land trer inn i en monetær union, fraskriver det seg muligheten for på egen hånd å stabilisere produksjon og sysselsetting gjennom pengepolitiske tiltak. I en verden med frie kapitalbevegelser og flytende valutakurser vil imidlertid en valuta lett kunne oppleve overdrevne kurssvingninger mot andre valutaer, så vel som lengre perioder der valutaten er altfor sterk eller altfor svak. Således kan det å ha sin egen valuta, snarere enn å gi rom for stabiliseringspolitiske tiltak, være en selvstendig kilde for økonomiske sjokk. I diskusjonen omkring ØMU er det lett å glemme de begrensinger fri flyt av kapital setter for praktisk pengepolitikk i det enkelte land.

Men tilbake til renten. Som vi tidligere har redegjort for kan renten i Euro-området lett bli mindre passende for det enkelte land. Tendensen til prosyklisk realrente kan forsterke dette bildet. Med bare godt et år på baken er det altfor tidlig å si hvilke problemer euroen vil møte her.

Imidlertid er det lett å tegne et pessimistisk bilde. Om Tyskland skulle oppleve et kraftig økonomisk oppsving, mens Frankrike synker ned mot en konjunkturbunn, hva skal da ESB gjøre? Tyske politikere vil argumentere for en heving av renten; franske politikere for det motsatte. Den europeiske sentralbanken vil måtte se hele området under ett. Om inflasjonen skulle true med å overstige 2%, blir det vanskelig å unngå en heving av renten, franske protester til tross. Og om en relativt høy inflasjon i Tyskland motsvares av lav (eller negativ) prisstigningstakt i andre Euro-land, kan ESB finne det riktig å senke renten, tyske protester til tross.

Kanskje mer problematisk blir det den dagen tyske og franske interesser er sammenfallende, f. eks. ved at begge de førende EU-landene er inne i en nedgangskonjunktur mens Euro-landene forøvrig opplever et økende press på ressursene. Vil de to dominerende landene kunne overkjøre resten? Enighet mellom den franske presidenten og den tyske kansleren har ved mange tidligere anledninger vært avgjørende for hva som skjer i EU.

Om mindre land i Euro-området er engstlige for en slik situasjon, burde de kanskje arbeide for britisk medlemskap i pengeunionen. Etersom britisk økonomi gjerne er i en annen konjunkturfase enn fransk og tysk, vil Storbritannia kunne demme opp for et fransk-tysk rentepress mot ledelsen av ESB.

Men kan vi si noe om hvorvidt problemet om forskjeller i konjunkturer vil bli større eller mindre over tid? En relativt omfattende litteratur, både teoretisk og empirisk, har tatt for seg dette spørsmålet.

⁵ Et annet, og mindre viktig spørsmål, har med euroens eksterne verdi, primært mot dollar og pund, å gjøre. Fordi Euro-området har relativt liten handel med utenverdenen, blir spørsmålet om valutakurs langt mindre viktig enn det tidligere var for Euro-landene tatt enkeltvis.

Basert på såkalte gravitasjonsmodeller for internasjonal handel vil varebytte mellom land som tar en felles valuta i bruk, øke betraktelig. Om "intra-industry trade" dominerer, dvs. at handelen i hovedsak er i likeartede varer (gule plastbøtter byttes mot blå), vil felles mynt over tid føre til at næringsstrukturen i de ulike Euro-land blir mer ensartet, se Frankel & Rose (1998). Med en mer ensartet næringsstruktur vil også konjunktursyklusen bli mer sammenfallende over Euro-landene. Og sjansen øker for at den felles renten over tid blir mer passende for medlemslandene.

En annen argumentasjonsrekke kommer til motsatt resultat. I Amerikas forente stater, som har hatt felles mynt i mer enn hundre år, er det tendenser til at ulike industrier og næringer er konsentrert i ulike deler av landet. Vil felles mynt, kunne føre til en tilsvarende utvikling i Europa?

De femti statene som utgjør USA, ser imidlertid ut til å trives godt med felles valuta, og felles rente, til tross for ikke ubetydelig asymmetri i næringsgrunnlag. Kan felles mynt tenkes å bidra til at andre tilpasningsmekanismer vil fungere bedre?

6.3 Euroen har klare konsekvenser for kapitalmarkedet i EU

Når 11 separate finansmarkeder, gjennom etablering av felles mynt, fremstår som ett enhetlig marked, vil bedrifter som direkte blir berørt av dette, oppføre seg anderledes. Ferske tall illustrerer poenget.

Internasjonale obligasjonslån denominert i euro fikk en markedsandel i 1999 på 40-45%, omtrent som for dollaren. Om vi vurderer suksess for den nye pengeenheten ut fra virkninger den har hatt for fusjoner og oppkjøp, blir bildet det samme; mens det i 1995 ble foretatt "mergers & acquisitions" i EU for tilsvarende 96 milliarder dollar, steg dette tallet til 327 milliarder i 1998 og 707 milliarder dollar i 1999. De første tre kvartaler i 1999 utgjorde "hostile takeover bids" 244 milliarder dollar, eller tre ganger så mye som totalen for de foregående ni årene.

Med et felles kapitalmarked blir det press for en harmonisering av bedriftsbeskatningen. Tyskland fører an her. Nylig har regjeringen foreslått en skattereform der skatt på overskudd går ned fra 40% til 25%. Ved salg av aksjer er det snakk om helt å ta vekk beskatning av gevinsten. Med betydelig krysseierskap i tyske bedrifter vil denne endringen gjøre det mer fristende å selge større aksjeposter. Forholdene legges til rette for nødvendige omstruktureringer i næringslivet.⁶

Tyskland går også i tet hva gjelder forenkling av regler for "takeover bids". Frankfurt skal gi City of London konkurranse i markedet for selskapskontroll. Sammenlignet med City er potensialet for forbedringer stort. Vi nevner i fleng: En senkning av grensen for hvor stor aksjepost man må ha før et bindende tilbud må gis alle aksjonærer; klarere regler for beskyttelse av minoritetsinteresser; samt en bindende tidstabell for "takeovers".

Også på fundingsiden skjer det mye. Mens pensjonsfond tidligere holdt sine midler i all hovedsak i innenlandske verdipapirer, må hele Euro-området nå vurderes som hjemmemarked. Konkurransen skjerpes. Og flere par øyne vil overvåke selskapene på børsene i de ulike landene.

⁶ For å unngå en urimelig økning i skattebyrden på lite mobil arbeidskraft, er det behov for harmonisering av skatt på inntekt fra kapital. En uhemmet konkurranse om lavest mulig skatt på kapitalinntekter, for på den måten å trekke til seg realinvesteringer, er neppe forenlig med Euro-landenes ønske om sosial utjevning.

6.4men hva med arbeidsmarkedet?

Penger er hva man steller med på børser og i finanshus. Derfor er det ikke rart at kapitalmarkedenes virkemåte blir kraftig influert av den nye pengeenheten. Men hva med arbeidsmarkedet? Kan det tenkes at et nytt monetært regime har konsekvenser også for hvordan dette markedet fungerer? Snarere enn å analysere arbeidsmarkedet direkte, velger jeg en form for "omveisproduksjon".

ØMU-prosjektet dreier seg ikke bare om pengepolitikk. Som vi har sett setter Vekst- og Stabilitetspakten stramme grenser for hva det enkelte land kan tillate seg i finanspolitikken. Så lenge de fleste ØMU-landene sliter med underskudd i de offentlige budsjettene, er rommet for en ekspansiv finanspolitikk temmelig begrenset. Konjunkturrell arbeidsløshet må løses på annen måte enn gjennom økte offentlige utgifter.

I et lengre perspektiv vil tendensen til skattekonkurranse, i hvert fall for flyttbare foretak, legge en demper på vekstpotensialet for offentlig sektor i Euro-landene. Utsiktene for en videre utbygging av velferdsstaten, finansiert over skatteseddelen, må vurderes som mindre gode. Det betyr at staten trolig i mindre grad enn før kan ta på seg oppgaven som arbeidsgiver for dem som ellers har vansker med å finne seg jobb. Strukturell arbeidsløshet må løses på annen måte enn ved at offentlig sektor vokser raskere enn privat sektor.

Med egen valuta har et lands myndigheter muligheten for å spille en form for "narrespill" med sine innbyggere. En forverring av konkurranseevnen, som har sin bakgrunn i for rask lønns- og prisvekst, kan møtes med en svekkelse av valutaen. I så fall vil importprisene stige ytterligere, og etter hvert også prisnivået mer generelt. Om nominelle lønninger bare endres lite, blir resultatet redusert reallønn. Siden prisstigningen rammer alle, blir det lettere for de ulike gruppene å akseptere en nedgang i kjøpekraften. På den bakgrunn kan en nedskrivning (eller depresiering) av valutaen sees som et inntektspolitisk virkemiddel, der siktemålet er bedre balanse i arbeidsmarkedet. Felles mynt tar vekk muligheten for et slikt narrespill.

Med felles mynt og lav inflasjon blir det større transparens også i arbeidsmarkedet. Når den årlige prisstigningstakten skal holdes under 2%, dempes muligheten for redusert reallønn gjennom lav nominell lønnsvekst. For arbeidstakere som er så uheldig å oppleve at etterspørselen etter deres tjenester er synkende, vil redusert reallønn kreve lavere nominell lønn.

Om man, når alt kommer til alt, ikke vil akseptere en vedvarende arbeidsløshet i Euro-området på rundt 10%, vil økt fleksibilitet i arbeidsmarkedet tvinge seg frem. Andre tilpasningsmekanismer, som egentlig bare har forbigående virkning, som raskere vekst i pengemengden, økte offentlige utgifter, eller nedskrivning av egen valuta, er ikke lenger tilgjengelig. En bedring av arbeidsmarkedets virkemåte fremstår som "the only game in town".

På denne bakgrunn vil euroens eventuelle suksess la seg avlese, ikke i form av lave renter og stabil verdi mot dollaren, men i form en varig nedgang i arbeidsløsheten i Europa.

7. EN VEKSTPAKT FOR EUROPA?

Siden 1991 har ikke arbeidsløsheten i USA vært høyere enn 7,5%. Nå, våren 2000, er den på rundt 4%. I samme periode har ikke arbeidsløsheten i Euro-området vært lavere enn 8,3%. Nå er den i underkant av 10%. Er det mulig, som en oppfølging av prosjektet felles mynt, å tenke seg en

"amerikansk" økonomisk politikk for Euro-området, spør Dornbusch & Jacquet (2000). Ja, svarer de, og legger frem en fire-punkts plan. Naiv, vil noe kalle den. Nyttig og perspektivrik vil andre mene.

Med ikke-fonderte pensjonsforpliktelser tilsvarende 50% av BNP, og med en arbeidsløshet oppunder det to-sifrede, er den europeiske utfordringen enkel: Flere folk i arbeid. Dornbusch & Jacquets (D&J) Vekstpakt for Europa starter med skattereduksjon tilsvarende 4% av BNP. Rent konkret må skatt på arbeid kraftig reduseres. Samtidig må de økonomiske ytelsene man får som arbeidsløs, begrenses. Tilbudsside-virkningene av et slikt opplegg er klare; det blir mer lønnsomt å jobbe og mindre lønnsomt ikke å gjøre det.

Med mer fart i økonomien, som følge av den kraftige fiskale stimulansen, blir det lettere å iverksette ytterligere tiltak på tilbudssiden. D&J tenker her på nedbemanning i offentlig sektor, konkurranseutsetting av offentlige oppgaver, samt tiltak som gjør at folk står lenger i arbeid, dvs. en heving av pensjonsalderen. At folk går tidligere i pensjon, samtidig som de lever lenger, er oppskrift på økonomisk stagnasjon.

De to elementene, en kraftig finanspolitisk stimulans via redusert skatt, og en bedre fungerende tilbudsside, inklusive et mer fleksibelt arbeidsmarked, har bragt USA fra en periode med stagnasjon tidlig på 1980-tallet til en usedvanlig lang vekstperiode fra tidlig på 1990-tallet. Økt sysselsetting og realøkonomisk vekst har over tid betalt for den dristige finanspolitiske satsningen.

Det tredje elementet i D&Js strategi er en koordinerings av finans- og struktur-politikken i Euro-landene. Om bare ett land kjører ut med en ekspansiv finanspolitikk, slik Frankrike gjorde tidlige på 1980-tallet, vil mye av den ekspansive effekten komme nabolandene til gode. Koordinert handling er hva som kreves.

Minst like viktig er troverdighet for at vedtatte og nødvendige tilbudsside-tiltak blir iverksatt. Et kortvarig oppsving, som følge av betydelige skattereduksjoner, må ikke stenge for gjennomføringen av nødvendige strukturtiltak. Med ro for at virkemåten til arbeidsmarkedet vil bedres over tid, og for at pensjonsalderen vil øke snarere enn synke, må Euro-landene ha is nok i magen til midlertidig å godta at noen land overskrider 3%-grensen for underskudd i offentlig sektor.

Det fjerde og siste elementet i D&Js Vekstpakt for Europa er pengepolitikken. Dagens utfordring er ikke å redusere inflasjonen. Oppgaven er snarere å sikre prisstabilitet på lang sikt gjennom strukturelle endringer som gir varig reduksjon i arbeidsløsheten. Med et mellomlangt perspektiv bør ikke ESB fortvile om statlige underskudd, så vel som prisstigningstakten på 12-måneders basis, midlertidig skulle overstige referanseverdiene.

ØMU-prosjektet har vist at EU evner å samarbeide på områder mange ikke trodde var mulig. Utfordringen ligger nå i nærmere koordinering på det finans- og strukturpolitiske området. Noen garanti for at fire-punkts programmet over vil levere så gode resultater for Europa som det har gjort for USA, vil ikke D&J utstede. Alternativet, nemlig vedvarende høy arbeidsløshet, er imidlertid ikke særlig fristende.

Litteratur

Buiter, W. H. (1999), "Alice in Euroland", Journal of Common Market Studies, ss. 181-209

De Grauwe, P. (1999), "Monetary policy in Euroland", Centre for Monetary Economics, Working Paper 7/99

Dornbusch, R. & Jacquet, P. (2000), "Making EMU a success", International Affairs, ss. 89-110

Frankel & Rose (1998), "The endogeneity of the optimum currency area criteria", Economic Journal, ss. 1009-1025

European Central Bank, Monthly Report, flere nummer, Frankfurt

Issing, O. (1999), "The Eurosystem: Transparent and accountable or 'Willem in Euroland'", Journal of Common Market Studies, ss. 503-519

McCallum, B. T. (1999), "Recent developments in the analysis of monetary policy rules", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December, ss. 3-11

Sinn, H-W. & Feist, H. (1997), "Eurowinners and Eurolosers: The distribution of seignioage wealth in EMU", European Journal of Political Economy, ss. 665-689