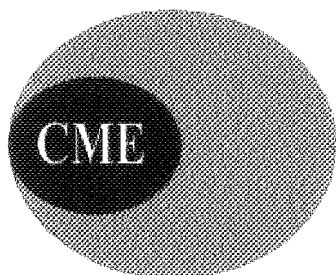


Working Paper Series 5/99

Er eurotilknytning så ille?

Arne Jon Isachsen og Espen Moen
Handelshøyskolen BI/CME
November 1999

Handelshøyskolen BI
Hovedbiblioteket
24 NOV. 2000



Centre for Monetary Economics

SERIE / HANDE

Arne Jon Isachsen
Espen Moen
November 1999
Handelshøyskolen BI

Er eurotilknytning så ille?

Tiden baner veien for euro i Norge

Sammendrag

Blant flere av Norges mest fremtredende økonomer råder det skepsis til norsk eurotilknytning.¹ Et viktig argument mot eurotilknytning er at Norges økonomi, som følge av oljen, ofte vil være i motfase til EU-landenes, og at vi derfor har behov for å føre en annen pengepolitikk enn de har. Dermed er en eurotilknytning uheldig. I denne artikkelen argumenterer vi for at ettersom en stadig større del av petroleumsformuen overføres til oljefondet, vil ikke oljen nødvendigvis gjøre det vanskeligere for Norge enn for andre land å knytte seg til euro. Tiden baner altså vei for euro i Norge.

¹ Se f.eks. Steigum (1999).

Innledning

Norge har lange (og tildels blandede) erfaringer med forskjellige former for fastkurspolitikk. Etter Bretton-Woods systemets sammenbrudd i 1971/72, ble Norge med i "slangesamarbeidet". Da dette ble mer formalisert ved vedtak om etablering av EMS (European Monetary System), valgte myndighetene i desember 1978 å knytte kronen opp mot en kurv av utenlandske valutaer, der dollaren lå tungt inne. I perioden oktober 1990 – desember 1992 hadde vi fast kurs mot en ferdiglaget kurv, nemlig ecu. Den 1. januar 1999 ble ecuen erstattet av euroen. Samtidig ble valutaene i de 11 EU-landene som er med i ØMU (Økonomisk og monetær union), å betrakte som ulike denomineringen av den nye, og felles mynten, euro. Fra sommeren 2002 av står euroen alene igjen – de elleve kjente valutaene vil ikke lenger være i bruk.

I dag har Norge en "stabil flytekurs" med målsetting om et fast vekslingsforhold mellom kroner og euro på mellomlang sikt. For å løse sine oppgaver må Norges Bank utøve skjønn. I dette skjønnet legges det vekt på at pengepolitikken ikke må være så stram at den bidrar til nedgangstider som kan svekke tilliten til kronen. Målet om kursstabilitet kan således trekkes lengre ut i tid. På denne bakgrunn satte Norges Bank ned renten fire ganger i løpet av første halvår 1999, og hver gang med et halvt prosentpoeng. I tillegg til å fastsette egne renter har Norges Bank som oppgave å gi Regjeringen råd om den økonomiske politikken. Norges Bank har presisert at den vil klargjøre sitt pengepolitiske reaksjonsmønster overfor statsmyndighetene slik at disse kan ta hensyn til dette i sine finanspolitiske tiltak.² Ved å trekke målet om kursstabilisering ut i tid, og ved å klargjøre hva sentralbanken vil gjøre ved ulike finanspolitiske opplegg, har pengepolitikken fått økt betydning for stabilisering av det innenlandske aktivitetsnivået. Det synes derfor ganske klart at pengepolitikken i den senere tid er endret i retning av inflasjonsstyring, og at sentralbanken nå har en større grad av autonomi enn tidligere.

Mer eller mindre parallelt med endringene i vårt monetære regime har det funnet sted en endring blant norske (og utenlandske?) økonomers oppfatning om hva slags nominell forankring Norges Bank bør ha for pengepolitikken. Mens det tidligere i økonomiske kretser var god latin å argumentere for et fastkursregime, heller mange økonomer nå til at vi vil være best tjent med å styre etter inflasjonsmål. Sentralt i denne sammenhengen står oljeprisen. Den tradisjonelle historien går som følger: En høy oljepris virker som et negativt tilbudssidesjokk for EU, som dermed får behov for å senke renten for å stimulere økonomien. For Norge derimot vil en høy oljepris gi anstøt til et positivt etterspørselssjokk, og vi vil fort få behov for å heve renten for å kjøle ned økonomien. Motsatt: hvis oljeprisen er lav, vil dette virke stimulerende på økonomien i EU-landene og kontraktivt i Norge, slik at vi har behov for en lav rente mens EU trenger en høy rente. Varierende oljepris kan dermed gi Norge og EU motsatte interesser i pengepolitikken. Hvis kronen er bundet til euroen, slik at vi tvinges til å importere EU-landenes rentenivå, vil dette virke destabiliserende på

² Se for eksempel årstalen for 1999 (Gjedrem 1999).

norsk økonomi.

I det følgende vil vi argumentere for at den oljeinduserte asymmetrien mellom Norge og EU trolig vil svekkes med tiden, og dermed også behovet for en egen valuta. Kostnadene ved å innføre euro i Norge, i form av reduserte styringsmuligheter, vil derfor også reduseres med tiden, samtidig med at den finanspolitiske handlefriheten trolig vil øke.

Oljeprisens betydning for Norge og EU

Argumentet for at vi har et stort behov for en selvstendig pengepolitikk som følge av oljen bygger altså på en forutsetning om at økt oljepris gir opphav til et positivt etterspørselssjokk for Norge og et negativt tilbudssidesjokk for Norge. Vi vil først se litt nærmere på denne forutsetningen.

For Norges vedkommende kan oljeinntektene til en viss grad betraktes som en eksogen pengestrøm til den norske statskassen, i utenlandsk valuta. Likevel er det flere berøringspunkter mellom oljeinntektene og den norske fastlandsøkonomien som gjør at oljeinntektene påvirker aktivitetsnivået. Vi vil skille mellom tre forskjellige effekter: investeringseffekten, formueseffekten og politikereffekten:

Investeringseffekten: Investeringene i Nordsjøen påvirkes av oljeprisene. Med omlag halvparten av investeringene i Nordsjøen levert fra norske bedrifter, vil en høyere oljepris øke etterspørselen i Fastlands - Norge. Erfaringsmessig har myndighetene både dårlig oversikt over oljeselskapenes investeringer og liten evne til å styre utbygningstakten i Nordsjøen, gitt at tillatelse foreligger.

Selv om investeringseffekten har vært viktig til nå, blir den mindre viktig i fremtiden. De fleste store prosjektene i Nordsjøen er allerede gjennomført, og omfanget av investeringer i nye anlegg blir mindre i tiden fremover. Dessuten gjør ny teknologi som moduler og rørledninger på havbunnen, snarere enn plattformer og skip på overflaten, sitt til at investeringene går kraftig ned, både i vekt og i verdi. Selv om det fremdeles vil pågå en betydelig virksomhet knyttet til drift av de eksisterende anleggene, er denne virksomheten mindre følsom overfor endringer i oljeprisene; det skal svært lave oljepriser til før det er lønnsomt å stenge eksisterende felt.

Formueseffekten: En varig høyere pris på olje³ øker permanentinntekten i Norge, noe som vil ha konsekvenser for privat og offentlig konsum. For at formueseffekten skal ha betydning, må en økning i oljeprisen betraktes som varig av aktørene i økonomien. En reell appresiering av kronen kan da være på sin plass. Også formueseffekten av svingningene i oljeprisen vil reduseres med tiden. Ettersom en stadig større andel av oljeformuen er overført til Statens petroleumsfond (Oljefondet), vil betydningen av endringer i oljeprisen for nasjonalformuen bli mindre. Dette vil særlig være tilfellet hvis Oljefondet disponeres med tanke på å diversifisere nasjonalformuen, slik at avkastninger på Oljefondets investeringer i utlandet er negativt korrelert med oljeprisen.

Politikereffekten: Politikerne kan ha en tendens til å øke offentlige utgifter når oljeprisen, og

³ Hvorvidt en prisøkning er varig eller midlertidig, vet vi bare ex post.

dermed oljeinntektene, øker. Med andre ord er det ikke åpenbart at myndighetene makter å frakoble oljeinntekter og konsum slik mange økonomer anbefaler, og slik politikere flest sier de ønsker å opptre.

Eksistensen av et stort oljefond (som vi til nå ikke har hatt) kan imidlertid endre graden av press på politikerne over konjunktorene; ønsket om å bruke av oljeformuen kan bli konjunkturfølsomt heller enn oljeprisfølsomt: Med et oljefond på flerfoldige hundre milliarder kroner kan det være vanskelig for politikerne å unngå å tappe av dette fondet i perioder med lavt aktivitetsnivå og høy ledighet. Lav oljepris som bidrar til dempet aktivitetsnivå i Norge, vil således gi politikerne incitament til en noe mer ekspansiv finanspolitikk. Men dermed vil politikereffekten av svingende oljepriser trekke i stabiliserende retning snarere enn det motsatte.

EU på sin side er en stor nettoimportør av olje. En økning i oljeprisen kan derfor isolert sett betraktes som et negativt tilbudssidesjokk for EU. Vi har også tidligere sett at vedvarende høye oljepriser har falt sammen med kraftige nedgangstider, for eksempel etter OPEC 1 (1973/74) og OPEC 2 (1980/81). At oljepris og aktivitetsnivå i EU er negativt korrelert virker derfor rimelig. Vi vil likevel tillate oss å gjøre oppmerksom på at det ikke er noen naturlov som sier at det må være slik. Hvorvidt høye oljepriser faller sammen med nedgangstider i EU, er imidlertid avhengig av om oljeprisen drives opp av etterspørselsforhold eller av tilbudsforhold. Om en markant økning i oljeprisen skyldes et høyt aktivitetsnivå globalt, dvs. er etterspørselsbestemt, vil EU kunne ha tilsvarende behov som Norge for en kontraktiv pengepolitikk, dvs. en heving av renten.

La oss også nevne at selv om en høy oljepris gir et negativt tilbudssidesjokk i EU er det ikke åpenbart at dette medfører at EU senker renten. Hvis en tar EUs erklærte pengepolitiske målsetting, prisstabilitet, alvorlig, trenger ikke et slikt sjokk å bety lavere renter i EU. Et negativt tilbudssidesjokk øker prisene for et gitt aktivitetsnivå. Med ortodoks inflasjonstyring betyr dette at pengepolitikken må strammes inn for at inflasjonsmålet skal innfris, det vil si de europeiske rentene må opp. Siden høy oljepris medfører et positivt etterspørselssjokk i Norge, er en høyere rente nettopp det Norge behøver. Hvorvidt eurotilknytning er positivt eller negativt for Norge kan følgelig ikke analyseres uten at en tar inn over seg det pengepolitiske regimet i EU.

Betydningen av selvstendig rentepolitikk

Ved eurotilknytning kan ikke endringer i renten brukes i stabiliseringsøyemed. På den annen side, med store akkumulerte overskudd på statens hender, blir det mer rom for en fleksibel finanspolitikk. Staten har råd til å møte bortfall av privat etterspørsel med økning av egen etterspørsel. Bemerk i denne sammenheng at med troverdig eurotilknytning blir det ingen "crowding – out" effekt av finanspolitikken; renten som aktører i privat sektor står overfor, vil ikke endres ved økte offentlige utgifter (eller ved reduserte skatter). Med euro blir således virkningene av finanspolitikken sterkere.⁴

⁴ Valg av monetært regime kan påvirke myndighetenes bruk av oljepengene. Med flytende valutakurs vil løssluppen bruk av oljepenger straks "oppdages" av markedet, og medføre press på rente og valutakurs. Dette kan virke disiplinierende på politikerne. Tilsvarende disiplinierende

Ved eurotilknytning for Norge mister vi også valutakursen som prisparameter i vår makroøkonomiske tilpasning. Det kan svekke muligheten for en hensiktsmessig tilpasning ved uventede eksogene sjokk. En markant forverring av bytteforholdet med utlandet, som tidligere ville kunne bli møtt med en kjapp depresiering av kronen, må vi, med euro som mynt, bruke tid for å tilpasse oss: En lengre periode der pris og kostnadsstigningen i Norge er lavere enn i andre Euroland, er hva som trengs.

Med betydelige midler på Statens petroleumsfond vil imidlertid Norge lettere kunne ta seg tid til denne tilpasningen, uten at det går for mye utover sysselsettingen. Pengene på Oljefondet er i utenlandsk valuta, og de eies av staten. Det gir muligheter for å ha underskudd både på statsfinansene og i handelen med utlandet i den tiden det tar før lønns- og prisnivået i Norge har tilpasset seg de nye realøkonomiske realitetene.

To kommentarer må knyttes til resonnementene over. For det første at arbeidsmarkedet er med på laget, dvs. ser til at lønnsutviklingen i Norge ligger godt under den i utlandet. Ellers vil ikke den nødvendige reelle depresieringen finne sted. Gitt at finanspolitikken langt på vei vil kunne holde sysselsettingen oppe i den aktuelle tilpasningsperioden, vil det i seg selv kunne hemme evnen og viljen til å akseptere en moderat (og kanskje endog negativ, også i nominelle termer) lønnsutvikling.

For det andre vil de pengene man bruker av Oljefondet for å stabilisere konjunkturutviklingen, ikke kunne brukes én gang til, f.eks. til å møte utgifter til eldrebølgen. Det er ikke den samlede bruken av oljeformuen over konjunktursyklusen som skal endres, men tidsprofilen for bruken av disse midlene. Tapping av oljeformuen ut fra stabiliseringshensyn under en lavkonjunktur bør derfor motsvares av en tilsvarende redusert bruk av oljeformuen i høykonjunktur.

En avsluttende kommentar

I denne artikkelen har vi argumentert for at Norges behov for egen valuta som følge av oljen trolig vil svekkes med tiden, og at tiden slik sett baner vei for innføring av euro i Norge. Vi vil imidlertid gjøre oppmerksom på at det også kan være andre forhold en vår oljeavhengighet som taler for at vi bør ha en egen valuta. Siktemålet med denne artikkelen er således ikke å argumentere for at vi bør innføre euro i Norge, men snarere å fremføre noen argumenter vi mener ikke i tilstrekkelig grad er kommet frem i debatten.

Litteraturliste

Gjedrem, S. (1999), "Økonomiske perspektiver", *Penger og Kreditt* 1999/1, ss.64-78

Isachsen, A.J. (1999), "Euroen og den norske kronens skjebne", i Isachsen, A.J. og Røste, O.B. (red.), *Euroen og den norske kronens skjebne*, Fagbokforlaget, Bergen.

mekanismer vil være fraværende med eurotilknytning.

Steigum, E. (1999), "Norsk pengepolitikk: Er et fleksibelt inflasjonsmål løsningen?", i Isachsen, A.J. og Røste, O.B. (red.), *Euroen og den norske kronens skjebne*, Fagbokforlaget, Bergen.