



SOSIAL ØKONOMEN



© Valuta- og pengepolitikk

NR. 11. DESEMBER 1993 – 47. ÅRG.

Stilling ledig i Kongsvinger

Statistisk sentralbyrå er ansvarlig for innsamling, bearbeiding og formidling av offisiell statistikk om det norske samfunnet og har også en betydelig forsknings- og analysevirksomhet. Statistisk sentralbyrå har 500 ansatte i Oslo og 350 i Kongsvinger og kan tilby et faglig utfordrende miljø.

Næringsstatistikk

I Statistisk sentralbyrå, Avdeling for næringsstatistikk i Kongsvinger, er det ledig stillinger som konsulenter/ førstekonsulenter og en rådgiver (ltr. 16-24).

Arbeidsområdene er:

- lønnsstatistikk
- inntekts-, formues- og skattestatistikk
- tjenesteyting og varehandel
- statistikk iht. EØS-avtalen

Vi ønsker søkere med minst 4 års høyere utdanning innen økonomi eller statistikk. Vi viser til fullstendig kunngjøring i Norsk lysingsblad nr. 288.

Nærmere opplysninger

fås ved henvendelse til fagdirektør
Nils Håvard Lund, tlf. 62 88 53 04 eller
kontorsjef Sindre Børke, tlf. 62 88 53 07

Søknader sendes innen 5. januar 1994 til
Statistisk sentralbyrå, Avdeling for næringsstatistikk, Gruppe for administrasjon,
Postboks 1260, 2201 Kongsvinger



Statistisk sentralbyrå
Statistics Norway

I DETTE NUMMER...

2

PER RICHARD JOHANSEN:
Maastricht og de økonomiske
utsiktene for EF

ARTIKLER:

10

JOHN CHRISTIAN LANGLI:
Sentralbankenes rolle i penge-
og valutamarkedet: Nye institu-
sjonelle forhold og
nye aktører

16

ARNE JON ISACHSEN:
Norsk valutapolitikk – Hvilke
alternativer har vi å velge mel-
lom?

22

PETTER JAKOB BJERVE:
Feilslegen politikk?
Analyse og vurdering av den
makroøkonomiske politikken i
1986–1992

DEBATT:

28

ERLING BARTH:
Teorier om lønnsforskjeller. En
kommentar til Ellingsen og
Rosén

30

ERLING STEIGUM JR.:
Holtsmarks kritikk til genera-
sjonsregnskapet er overfladisk

MÅNEDENS BOK

32

Økonomisk evaluering av lege-
midler av Jan Grund og Hallstein
Husby

Forsidebilde:

© Ted Russel/The Image Bank

SOSIALØKONOMEN
ISSN 0038-1624

Julens økonomiske mening

En skal ikke bevege seg langt om dagen før en får høre passende ord om «julens dypere mening». De blir sagt med litt dårlig samvittighet, kanskje, for å kompensere for det åpenbare faktum at det vi faktisk feirer, er høyst materielle goder, enten det nå dreier seg om presanger, lutefisk eller juleakevitt. Familie, gavmildhet og fellesskap vil vi gjerne ha med oss, men vel helst som vakre ferniss på det vi egentlig er ute etter.

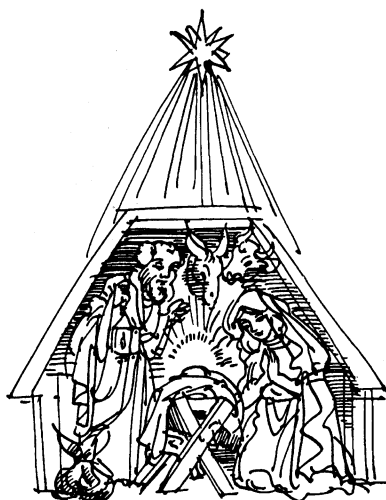
Hvorfor har økonomer dårlig samvittighet for dette? Er ikke det tjuende århundres kommersielle julefeiring nettopp oppfyllelsen av drømmen om nyttemaksimering? Skal vi ikke da henrykkes over barneøyne som tindrer om kapp med Nintendoen mens foreldrene synger «Helan går» med forklaret stemme? Og hvis vi vil være neste-kjærlige, skal vi ikke glede oss over alle arbeidsplassene som skapes ved omsetning og servering av lutefisk, ribbe, pinnekjøtt og torsk? For ikke å snakke om dem av våre kolleger som finner mening i livet ved å beregne sesongjusterte tall for juletreomsetning i februar! Bare en Scrooge kan ha vært hjerteløs nok til å ønske en økonom inn i ledighetskøen like inn under høytiden, og det var jo bare ei oppdikta historie.

Problemet ligger heller i å kunne finne økonomisk mening i hvordan det hele begynte. Det at en himmelens konge skulle ønske å komme til jord for å ta på seg all verdens lidelse, det kan vi kanskje forklare dersom vi oppgir antakelsen om at Vårherre har konvekse preferanser. Men dette med syndenes forlatelse, det er verre. Har ikke den gode Gud tenkt på hva slags perverse insentivvirkninger som kommer ut av at folk stadig får syndene sine tilgitt? Når konsekvensene tas bort, står vi ikke overfor en åpen invitasjon til hensynsløshet, bedrag, krig og vold? Hvordan kan det bli fred på jord når selve Fredsfyrsten fjerner alle insentiver til å stifte fred?

Fred på jord har i sannhet latt vente på seg. Det ser vi ikke minst idet vi går julen 1993 i møte. Men innerst inne er vi vel smertelig klare over at dette ikke skyldes mangel på insentiver. Nå som muren har falt, mangler vi ikke lenger markeder. Det vi mangler, er varme, kjærlighet, forståelse og aksept for dem som sympatiserer med andre grupperinger eller tilhører andre etniske grupper.

Økonomiske goder har sin verdi. Men verdier er de ikke. Dem trenger vi å finne andre steder. Og vi trenger dem.

God jul!



PER RICHARD JOHANSEN:

Maastricht og de økonomiske utsiktene for EF*

Jden norske debatten om utviklingen i EF og Norges forhold til dette har det vært en tendens til å legge til grunn EF-landenes planer om en økonomisk og monetær union i Europa og deres egne forventninger til denne prosessen.¹ Dette gjøres ofte uten kritiske spørsmål til tross for at EF-landenes forventninger står i sterk kontrast til konklusjonene fra den internasjonale fagøkonomiske debatten om Maastricht-avtalen og dens konsekvenser. De står også i kontrast til de oppfatninger som stadig sterkere har dominert utviklingen i de internasjonale valuta- og kapitalmarkedene det siste året. Grovt sagt munner ut i forventninger om at planene ikke lar seg realisere, i alle fall ikke innenfor den tidshorison avtalen selv legger til grunn.

I denne artikkelen redegjøres det for enkelte av innvendingene mot Maastricht-avtalen. Dessuten gis det en vurdering av konsekvensene av avtalen for utsiktene for europeisk økonomi; svak økonomisk vekst og et økende arbeidsledighetsproblem. Om ikke kursen nå korrigeres kan det gi en utvikling som på lengre sikt kan undergrave den politiske oppslutningen om videre integrasjon.

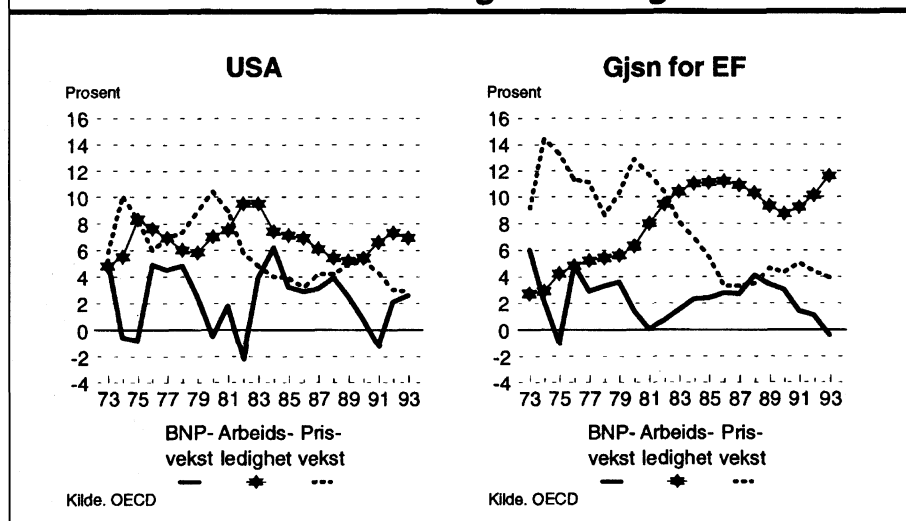
Europeisk økonomi – i vranglås?

Fra 1992 til 1993 ventes veksten i samlet BNP for EF-landene å bli negativ, for første gang siden 1975 (se figur 1). Veksten har vært for nedgående de siste årene, og arbeidsledigheten er stigende. Dette står i motsetning til utviklingen i USA, der produksjonen etter et tilsvarende til-

bakeslag i 1990-91 nå viser moderat vekst og der ledigheten er fallende. Tilsvarende problemer som idag hadde EF-landene (og USA) også i 1975 og på begynnelsen av 1980-tallet, men disse alvorlige tilbakeslagene skyldtes først og fremst de forutgående oljeprissjokkene i 1973 og 1979-80, som førte til høy inflasjon og reduserte realinntekter for industri-landene. Nå er inflasjonen lav og fallende, og tilbakeslaget skyldes i større grad egne, interne problemer og politiske valg.

Et trekk ved tilbakeslagene i EF har vært at arbeidsledigheten etter hvert tilbakeslag har stabilisert seg på et høyere nivå enn før. Det er altså en stigende trend i ledigheten. Også dette står i kontrast til utviklingen i USA, der ledigheten har vendt tilbake til «normale» nivåer etter at tilbakeslagene var passert.

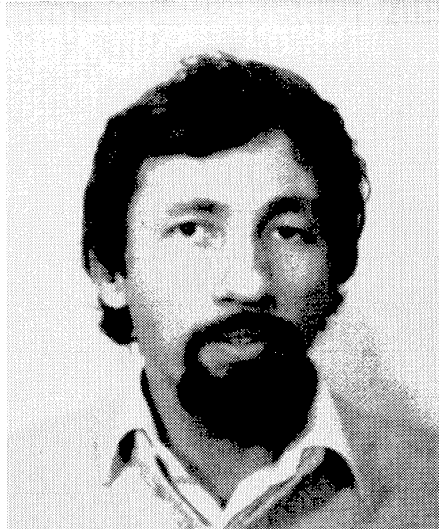
Fig. 1: EF vs USA
Den økonomiske utviklingen så langt



Også indikatorene på den makro-økonomiske politikken viser klare forskjeller mellom USA og EF (se figur 2). Tilbakeslaget i 1975 ble fulgt av en kraftig svekkelse av offentlige budsjetter i begge områdene, men i de etterfølgende årene har budsjettunderskuddene i EF gjennomgående ligget på et høyere nivå enn i USA. Det må sees i sammenheng med at den økonomiske veksten har vært lavere og ledigheten høyere i EF enn i USA.

Sammen med de vedvarende høye budsjettunderskuddene blant industrilandene har vi sett en kraftig oppgang i realrentene. På midten av 1970-tallet og i siste halvdel av 1980-tallet var realrentene høyere i EF-landene enn i USA, mens det motsatte var tilfellet i den mellomliggende perioden. Mange setter de økte realrentene i sammenheng med de store budsjettunderskuddene. Selv om økte offentlige lånebehov har bidratt til å holde rentenivået oppe, kan det å forklare økte realrenter med store budsjettunderskudd i noen grad være å sette årsakssammenhenger på hodet.

En første indikasjon på dette ser vi av forskjellen mellom korte og lange renter for hhv USA og EF. I motsetning til de lange rentene, som blir bestemt av ordinær markedsetter-



Per Richard Johansen er Cand. oecon fra Universitetet i Oslo, 1976.

Han er rådgiver i Statistisk sentralbyrå.

spørsel og -tilbud for kapital, er de korte rentene i stor grad påvirket av sentralbankenes markedsinngrep. Hvis vi definerer en nøytral pengepolitikk som en politikk som gir samme avkastning på lange som på korte plasseringer, vil forskjellen mellom de korte og de lange rentene si noe om den pengepolitikken som blir ført. Som det fremgår av figur 2 har de korte rentene de siste tyve årene gjennomgående vært lavere enn de lange i USA, men like høye eller høyere enn de lange i EF. Det betyr at i USA har pengepolitikken gjen-

nomgående vært ekspansiv, mens den i EF-landene i større grad har vært kontraktiv.

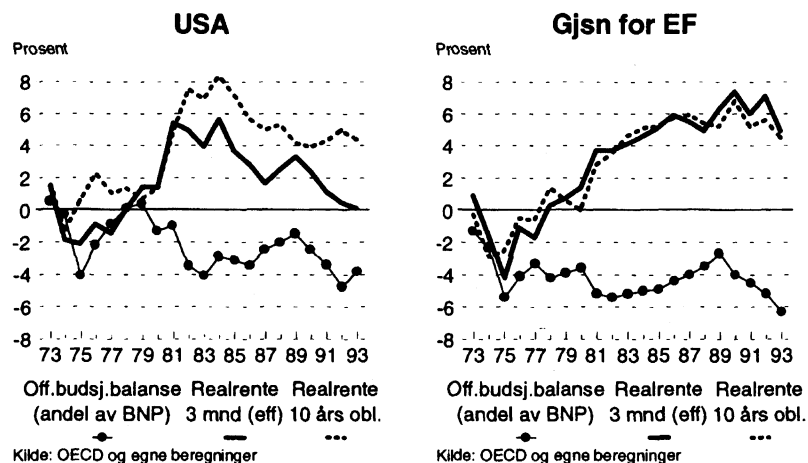
De første ti årene av perioden kan regulering av etterspørselen etter langsiktig kreditt (utstedelse av nye obligasjoner) i mange europeiske land ha bidratt til å holde de lange rentene nede i Europa, dvs til å gi inntrykk av en strammere *sentralbank*-politikk enn det som har vært tilfellet. Forskjellen i pengepolitikk har imidlertid vært særlig påtakelig de siste årene, med fullt deregulerte kredittmarkeder i Europa. I USA har den ekspansive pengepolitikken drevet de korte realrentene ned mot null. I EF derimot har pengepolitikken vært kontraktiv, til tross for fallende inflasjon, tildels negativ BNP-vekst og økende arbeidsledighet.

Budsjettunderskudd – manglen på finanspolitisk handlefrihet

De store – og nå økende – budsjettunderskuddene i EF-landene har vært i sentrum for den strukturpolitiske debatten de siste årene. Problemet er at vedvarende høye budsjettunderskudd etterhvert har akkumulert seg som en betydelig offentlig gjeld, som truer den finanspolitiske handlefriheten til landene. Problemet forsterkes over tid ved at en stadig økende del av budsjettene går med til å dekke renteutgifter. Presset mot offentlige budsjetter vil forsterkes ytterligere i fremtiden av en eldrebølge som vil ramme de fleste industrilandene. (I Tyskland har eldrebølgen allerede satt inn, og den kommer generelt raskere i de fleste europeiske landene enn den gjør i Norge, hvor hovedtyngden først kommer om 20 år). Med disse perspektivene utgjør den store offentlige gjelden en alvorlig begrensning på muligheten til å nytte en ekspansiv finanspolitikk for å stimulere til økt økonomisk vekst.

Mange hevder dessuten at de store underskuddene er årsaken til den lavere økonomiske veksten i de berørte landene, via virkningene på realrentenivået og tilhørende «crowding out» effekt på private realinvesteringer. Men dette kan ikke forklare

Fig. 2: EF vs USA
Penge- og finanspolitikken



forskjellen i vekst mellom USA og EF. For det første har det tross alt ikke vært store forskjeller på budsjettunderskuddene i de to områdene. For det andre, med frie kapitalbevegelser mellom landene vil økte offentlige opplåningsbehov i ett land påvirke rentenivået i alle land. (Forbehold: Hvis budsjettunderskuddene går sammen med en svak finansiell utvikling også i privat sektor, slik at de samlede finansinvesteringene for landet – dvs landets driftsbalanse overfor utlandet – går med underskudd, tyder dette på en for svak konkurranseevne for landets næringsliv. I så fall kan markedet forvente at landets valuta i fremtiden vil måtte falle i verdi, slik at de av denne grunn vil forlange høyere renter. Det at USA har gått fra store overskudd til store underskudd i perioden burde imidlertid i så fall ha trukket i retning av høyere nominelle renter i USA enn i EF. Det motsatte har jevnt over vært tilfellet.)

Nå kan vi ikke se bort fra at den stramme pengepolitikken i Europa har vært et svar på en for ekspansiv finanspolitikk. Politikerne har ikke klart å holde igjen på utgiftsveksten, og en har dermed måttet stramme til i pengepolitikken. Hensyn tatt til forskjellen i økonomisk vekst og ledighet, er det likevel vanskelig å unngå den konklusjon at årsakssammenhengen først og fremst har gått motsatt vei: at forskjellen i pengepolitikk har vært en viktig årsak til forskjellen i økonomisk vekst mellom EF og USA de siste årene, og at dette igjen har fått betydning for budsjettbalansen i landene, dvs at budsjettunderskuddene like mye må sees som en konsekvens av pengepolitikken, som motsatt.

Det er sterke argumenter for at EF-landene i løpet av de kommende årene må treffe tiltak for å unngå en ubehagelig gjeldssituasjon for offentlig sektor. Det er imidlertid ikke sterke grunner til at det skal skje nettopp mens landene er nede i en lavkonjunktur. Likevel planlegger de fleste industrilandene en tilstramming av finanspolitikken i år og neste år sett under ett. I OECD (1993) anslås det

at aktivitetskorrigeret budsjettbalanse for de fleste industriland vil bli strammet betydelig til i 1993-94. For USA tilsvarer tilstrammingen 1½ prosent av BNP, for EF-landene summerer tilstrammingen seg til 1½ prosent. Anslagene bygger på en videreføring av vedtatte eller foreslåtte finanspolitiske opplegg pr mai i år.

Tilstrammingen i USA er neppe betenkelig, siden amerikansk økonomi tross alt er i moderat oppgang. Men for de fleste europeiske landene er det opplagt at en finanspolitisk tilstramming i dagens situasjon kan stanse et evt økonomisk oppsving, og dermed i en viss grad være kontraproduktiv. Når europeiske politikere følger seg tvunget til dette, har det utvilsomt sammenheng med at Maastricht-avtalen setter strengere krav til budsjettbalanse og offentlig gjeld enn det de fleste landene har klart å oppnå de siste tyve årene.

Tysk samling og ERM – manglende pengepolitisk handlefrihet

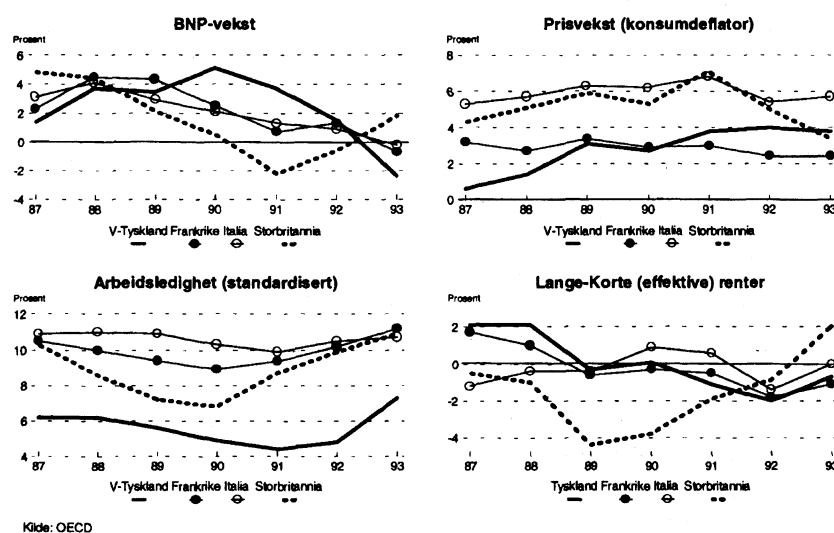
Vi må – som nevnt – søke årsakene til forskjellene i pengepolitikk mellom EF og USA andre steder enn i budsjettunderskuddene. Begrenser

vi oss til de siste årene, kan årsakene grovt oppsummeres som følger:

I USA er (den – relativt – politisk uavhengige) sentralbanken pålagt å foreta en avveining mellom utsiktene for økonomisk vekst og inflasjon når den fastlegger pengepolitikken. Med den lave veksten USA opplevde ved inngangen til 1990-tallet, og med en relativt lav og synkende inflasjontakt, har FED kjørt rentene ned for å stimulere den økonomiske veksten.

I EF overlot landene gjennom ERM-samarbeidet til den (politisk uavhengige) tyske sentralbanken å bestemme rentepolitikken. Bundesbank er først og fremst pålagt å holde inflasjonen i Tyskland lav. Først hvis dette kravet er innfridd kan den ta andre hensyn. Den sterke overføringen av formue (valutareformen) og ekspansive finanspolitikken som samlingen av Vest- og Øst-Tyskland førte med seg, ga en kraftig økt etterspørsel rettet mot vest-tyske bedrifter, med høy kapasitetsutnyttelse, lav arbeidsledighet og økende lønnsvekst og inflasjon som følge. Dette skjedde mens Vest-Tyskland fortsatt var på toppen av den foregående internasjonalt ledete høykonjunktoren (Vest-Tyskland har tradi-

Fig. 3: EF-LANDENE
Kombinasjonen av tysk rentepolitikk og ERM
har forsterket konjunkturedgangen



sjonelt hengt etter de andre industri-landene i konjunkturforløpet). I en slik situasjon er Bundesbanks oppgave klar. Pengepolitikken ble strammet til.²

I de andre EF-landene var den økonomiske situasjonen en helt annen. Riktig nok hadde noe av den økte etterspørselen fra det tidligere Øst-Tyskland smittet over på dem, men ikke nok til å forhindre at de gikk inn i en markert lavkonjunktur, blant annet pga konjunkturedgangen i USA. Høye renter som følge av strammere pengepolitikk i Tyskland gjennom 1991 og 1992, bidro til å forsterke nedgangen, slik det fremgår av figur 3. Den viser utviklingen i produksjon, arbeidsledighet, inflasjon samt differansen mellom lange og korte renter (indikator for stramheten i pengepolitikken) for Tyskland, Frankrike, Italia og Storbritannia. (Pengepolitikken ble i denne perioden mindre stram i Storbritannia, men det skyldes at landet lå foran de andre i konjunkturforløpet.)

Det er viktig å holde fast på at det var *kombinasjonen* av høye renter i Tyskland og de andre landenes «paripolitikk» mot DM som ga de andre landene høye renter. ERM-samarbeidet innebar at landenes valutaer ikke skulle avvike i forhold til hverandre med mer enn $\pm 21/4$ prosent i forhold til en fastlagt sentralverdi (spanske pesetas og portugisiske escudos hadde 6 prosent svingemargin mot de øvrige, greske drakmer deltok ikke).

For å holde valutaene innenfor dette båndet kunne ikke landene med de svakeste valutaene – som samtidig var de landene hvor den økonomiske veksten var svakest – sette ned rentene på egenhånd. Hvis aktørene på de internasjonale penge- og valutamarkedene skulle akseptert lavere renter for noen valutaer enn for DM, ville det forutsatt at de samtidig forventet at disse valutaene ville stige i verdi over tid, slik at samlet avkastning (rente pluss valutakursgevinst) hadde blitt den samme som ved å investere i DM. Men en slik utvikling var ikke sannsynlig med de eksisterende valutakursene. Snarere var det slik at aktørene fryktet en svekkelse av dis-

se valutaene mot DM over tid. Erfaringen fra de siste 25 år (siden Bretton Woods-systemet begynte å gå i oppløsning), er at DM aldri har svekket seg mot andre europeiske valutaer. Aktørene forlangte derfor en *høyere* rente i de fleste av landene enn det de kunne oppnå i Tyskland.

Når landene valgte å holde fast på koblingen mot DM i denne situasjonen, til tross for at muligheten for kursjusteringer («realignment») lå inne i systemet, må det selvsagt sees i sammenheng med den omleggingen av politikken mot «tysk politikk» som har skjedd (eller var i ferd med å skje) i de fleste europeiske landene de siste ti årene. Dette har bestått i at landene har prioritert å få ned inflasjonen, blant annet ved å unnlate å foreta devalueringer av egen valuta, og at de har forsøkt å øke troverdigheten til lav-inflasjonslinjen ved å knytte seg til en valuta (DM) som er kjent for lav inflasjon. Det å devaluere mot DM ville være et klart tilbakeslag for denne politikken.

Sett i lys av det som senere skjedde, med valutauroen høsten 1992 og sommeren 1993, kan en imidlertid si at denne vurderingen var gal, nettopp fordi den ikke var troverdig i lys av Tysklands behov for høye renter. For det første var det åpenbart for markedsaktørene at med finanspolitiske innstramminger rund baut og uten stimulanser fra rentesiden, ville den økonomiske veksten i disse landene bli meget lav i årene fremover. Arbeidsledigheten ville øke, og presset for å sette rentene ut fra innenlandske behov ville bli meget sterkt. Lavere renter forutsetter imidlertid – som nevnt – at valutakursen kan svekke seg initialt så mye, at den deretter mest sannsynlig vil styrke seg over tid. Forventninger om en slik initial valutakurssvekkelse var selvoppyllende, aktørene ønsket ikke å sitte med en valuta de fryktet ville svekke seg, og dermed falt valutaen i verdi umiddelbart.

Men vel så viktig for sammenbruddet var antakelig forståelsen av hvordan Bundesbank måtte opptre for å få til den tilstrammingen i tysk økonomi som de mente var nødvendig. Når

Bundesbank påvirker tyske renter er det via de såkalte pengemarkedsrentene, dvs rentene på kortsiktige fordringer/gjeld mellom finansinstitusjonene. Tysk næringsliv og husholdninger har imidlertid sine lån i meget stor grad som fastrentelån, dvs lån med lang rentebindingstid. Det betyr for det første at rentendringer i pengemarkedet betyr lite for rentene på eksisterende lån. Men det betyr også at effekten på nye lån er forholdsvis begrenset, siden nye lån inngås med en rentebinding for flere år fremover, og fordi endringer i de helt korte rentene bare gir et begrenset utslag i renter som avtales for lengre perioder. Dette gjelder ikke minst i Tyskland, der det er stor tillit til at Bundesbank gjennom sin politikk vil makte å holde inflasjonen nede på lang sikt. Det betyr at effekten av en pengepolitisk tilstramming på kredittetterspørselen er relativt svak i Tyskland. Dette poenget har stadig vært understreket fra Bundesbanks side.

Hvordan kan da økte renter virke tilstrammende på tysk økonomi? *En tilstrammingspolitikk fra Bundesbanks side virker ved at høyere renter fører til at DM styrker seg mot andre valutaer.* En sterkere valutakurs legger et økt konkurranstrykk på tysk industri (som i Tyskland står for en uvanlig stor andel av samlet produksjon) og annen konkurranseutsatt virksomhet. Det demper pris- og lønnsveksten og øker ledigheten i disse næringene, og dette spiller over på resten av økonomien.

Denne modellen har fungert utmerket så lenge svingningene i tysk økonomi så og si utelukkende stammet fra internasjonale konjunktursjokk, dvs først og fremst rammet konkurranseutsatt sektor selv. Problemene som fulgte av den tyske samlingen var imidlertid et internt sjokk, som i stor grad rammet skjermet sektor (blant annet bygge- og anleggsvirksomheten). For at tilstrammingen skulle nå frem til skjermet sektor måtte innstrammingen overfor konkurranseutsatt sektor være tilsvarende sterkere.³

Med konjunkturoppgang i USA og dermed konjunkturmessig styrking

av dollaren, og med store overskudd i utenriksøkonomien i Japan og dermed strukturemessig styrking av yen, var det bare ved å få til en styrking av DM mot de øvrige europeiske valutaene at Bundesbanks tilstramming kunne virke. ERM-systemet slik det ble praktisert, forhindret således at tilstrammingen skulle få den ønskede effekt. De smale svingemarginene ga ikke rom for en styrking av DM, og de andre landene gikk ikke med på en justering av sentralkursene. Bundesbank hadde derfor rent objektive interesser i at ERM-systemet brøt sammen.

Vi ser altså at det fra markedsaktørenes side var et resonnement basert på to enkle pilarer: Bundesbank måtte få til en styrking av DM mot europeiske valutaer, og de andre landene måtte få lavere renter enn det Bundesbank ville gi dem. Begge momentene trakk samme vei når det gjaldt valutakursene: Tilstrammingseffekten i Tyskland ville bli sterkere jo mer DM styrket seg mot de andre valutaene. Rentenedgangen og dermed veksten i de andre landene ville bli sterkere jo mer deres valutaer svekket seg mot DM, med større potensiale for deretter å styrke seg over tid. Markedsaktørene delte tydeligvis ikke politikernes frykt for at en svekkelse mot DM skulle gi de andre landene noen sterkere prisvekst av betydning.

Som resultat av sommerens valutauro ble svingemarginene i ERM utvidet til +/-15 pst. Det betyr at selv om de fleste ERM-valutaene svekket seg mot DM er det fremdeles rom for en betydelig ytterligere svekkelse uten at landenes ERM-forpliktelser brytes.

Det er derfor et paradoks at vi nå hatt fått den kursjusteringen mot DM som markedsaktørene mente var nødvendig for at disse landene skulle kunne sette ned sine renter i forhold til de tyske, men ennå ikke den rentenedgangen i ikke-tyske renter som kursjusteringene åpnet for. Og det til tross for at i de få tilfellene der disse landene på egen hånd har satt ned rentene, så har deres valutaer ofte vist tendens til å styrke seg. Det skyldes at lavere renter i dag – i følge

markedsaktørenes resonnement – vil gi sterkere økonomisk vekst og forhindre at ledigheten stiger til enda høyere nivåer. Det vil derfor redusere sannsynligheten for en større rentenedgang i fremtiden. Det at samlet rentenedgang (regnet fra idag og fremover) reduseres, virker positivt på dagens valutakurs: den styrkes.

Siden det synes som om valuta-markedet gjennom sommerens valutauro har diskontert en større rentenedgang i ikke-tyske renter enn det vi har fått så langt, burde hensynet til stabile kursforhold mot DM ikke være noen hindring for en mer aggressiv rentenedsettelse i disse landene. Når de ikke har brukt denne handlefriheten til å sette ned rentene mer, er det vanskelig å se dette som annet enn en effekt av at politikerne anser en slik tilpasning som et brudd med de politiske intensjonene som ligger bak Maastricht-prosjektet. Prosjektet som sådan prioriteres høyere enn en politikk basert på økonomiske realiteter.

Maastricht og EMU – målet er galt

Maastricht-avtalen trekker opp planene for en økonomisk og monetær union (EMU) som først og fremst vil være basert på en aktiv samordning av penge- og valutapolitikken: Felles sentralbank (ECB), felles myntenhet (selv om den gjerne må få ulikt stempel i hvert land) og felles rentepolitikk. Modellen for det monetære samarbeidet er «den tyske modellen», med en klart uavhengig sentralbank (jf Bundesbank) med prisstabilitet som overordnet målsetting (til forskjell fra FED, som også vektlegger hensynet økonomisk vekst), styrt av et råd bestående av direkte oppnevnte medlemmer og lederne for de uavhengige nasjonalbankene (jf de tyske Lender-bankene). Og som i Tyskland idag, er det politikerne som skal ha ansvaret for (det som er igjen av) valutapolitikken, dvs evt bindinger mot valutaer utenfor unionens område.

I det utredningsarbeidet som ble utført på ulikt hold før avtalen ble

vedtatt, ble det konkludert med at en uavhengig sentralbank med prisstabilitet som overordnet målsetting var en nødvendig betingelse for en vellykket anti-inflasjonspolitik. Basert på tyske erfaringer synes det som om en tok som gitt at en dermed også ville oppnå et vellykket resultat på det real-økonomiske området, f.eks både lav inflasjon og (relativt) lav arbeidsledighet. Som det er argumentert for i Johansen (1993) er det stor sannsynlighet for at den generelt gunstige økonomiske utviklingen i Vest-Tyskland de siste tre år er i stor grad må tilskrives særtyske og historiske forhold, som ikke kan importeres til EF som helhet sammen med den tyske modellen. Dessuten er det argumentert for at modellens negative sider kan bli mer fremtredende når den skal anvendes i et så stort område som EF. Det innebærer at den tyske modellen ikke uten videre er en tilstrekkelig betingelse for en vellykket anti-inflasjonspolitik, og at EF i større grad enn Tyskland så langt vil måtte stå overfor en avveining mellom ønskede mål i den økonomiske politikken.

De spenningene dette kan føre med seg kan forsterkes av at den monetære konstruksjonen på et viktig punkt avviker fra den tyske: Det tyske systemet er basert på en klar maktbalanse, der Bundesbanks sterke og uavhengige stilling balanseres mot det parlamentariske systemet på forbunds nivå, og der bankens nasjonale pengepolitikk balanseres mot politikernes nasjonale finanspolitikk. En slik reell maktbalanse vil ikke eksistere i den unionen EF nå tar sikte på å etablere. I motsetning til Werner-planen fra 1970, innebærer nemlig Maastricht-avtalen ingen oppbygging av tilsvarende fellesskapsorganer på det finanspolitiske området. I den kommende unionen er det kun lagt opp til en passiv samordning av finanspolitikken, gjennom ensidige skranker for landenes offentlige budsjettbalanser og gjeld, og med sanksjonsmidler (bøter, deponering av ikke-forrentede innskudd i ECB, utelukkelse fra avstemninger) overfor de land som bryter begrensningene.

Det kan argumenteres for at allere-
de den tyske modellen gir en makt-
politisk forrang til sentralbanken, idet
pengepolitikken er langt mer opera-
sjonell enn finanspolitikken (kan
endres på minuttet, mens finanspoli-
tikken kun kan endres gjennom brede
og tungdrevne politiske prosesser).
Denne skjevheten vil bli forsterket i
EMU. Betydningen av dette kan anes
når vi vet at for industrilandene vil
offentlige budsjetter typisk tilsvare
30-50 prosent av BNP, mens EFs fel-
les budsjett i dag tilsvare ca 1 pro-
sent av BNP, hvorav det meste går til
regelbundne utgifter. I EFs langtids-
budsjett er det bare (og selv det under
stor strid) lagt opp til en beskjeden
økning.

Det er naturlig å se denne «defek-
ten» ved konstruksjonen som et
resultat av en stor uvilje mot å etable-
re et mer forpliktende politisk felles-
skap, med sterke, demokratiske og
over-nasjonale institusjoner på EF-
nivå (parlament, regjering). Det å
avgi nasjonal suverenitet over penge-
politikken oppfattes ikke som noe
offer, all den tid handlefriheten i
pengepolitikken likevel ikke kan nyt-
tes til annet enn å holde valutakurse-
ne mot DM. En overføring av poli-
tisk og økonomisk makt fra nasjonale
politikere til EF-nivå ville imidlertid
i dag møte stor politisk motstand.

Slik sett er det mulig at de finans-
politiske kravene fremsto som en
minimumsløsning, et fornuftig kom-
promiss mellom (manglende) politisk
vilje og økonomisk nødvendighet.
Kravene kan imidlertid vise seg å
være mer til skade enn til gang, både
for virkemåten til unionen selv, og
for mulighetene til å nå frem til
målet. De er tildels blitt hudflettet i
den fagøkonomiske debatten som
fulgte i kjølvannet av avtalen, se
f.eks. Buitert (1992). Han konkluderer
med at kravene hverken er nødvendi-
ge, tilstrekkelige eller nyttige for å
realisere landenes ønske om en øko-
nomisk union.

Kravene slik de nå står kom inn i
avtaleteksten helt på slutten av de
politiske forhandlingene, uten forut-
gående vurdering av embetsverket i
EF. Det skjedde mens landene var

helt på slutten av en høykonjunktur,
en situasjon hvor budsjettbalansene
av konjunktuelle grunner styrket seg
år for år. Det synes som om politiker-
ne brukte linjalen, fant trenden og
deretter vippet den opp et godt styk-
ke til, for å ha noe ekstra å strekke
seg etter.

De opptakskravene som i prinsip-
pet skal være tilfredsstilt for at lande-
ne skal kunne bli medlem av unio-
nen, skal sikre en viss grad av realø-
konomisk og økonomisk-politisk
konvergens mellom de landene som
deltar i unionen. At en slik konver-
gens kan være nødvendig følger av at
med en felles myntenhet har landene
oppgitt muligheten til å føre en selv-
stendig penge- og valutapolitikk.
Alle landene oppgir her ett virkemid-
del i den økonomiske politikken. Til
gjengjeld får de et felles, kraftigere
virkemiddel, nemlig den felles rente-
og valutapolitikken, men det hjelper
lite om deres økonomiske utvikling
skulle avvike slik at de trengte *ulik*
bruk av dette virkemiddelet. Konvergenskravenes oppgave er å
sikre at visse grunnleggende felles-
trekk er til stede, slik at det ikke vil
være noe objektivt behov for valuta-
kursjusteringer mellom medlemslan-
dene i fremtiden.

I den fagøkonomiske debatten har
det vært pekt på at selv om økono-
misk konvergens er en viktig forut-
setning for at en monetær union skal
fungere tilfredsstillende, vil en virke-
lig konvergens ta ti-år. Den må ikke
bare omfatte konvergens i den øko-
nomiske politikken, men også i øko-
nomisk adferd, slik som lønns- og
prisdannelsen. Til tross for at EF har
eksistert i trevde år, er det ennå bare
få tegn til konvergens på disse områ-
dene. Ideelt sett burde konvergens
også omfatte næringsstrukturen i lan-
dene.

Mangelen på en finanspolitisk
overbygging og ulikheten i nærings-
struktur peker nemlig i retning av et
annet problem: At EF neppe er hva vi
kan kalle et optimalt valutaområde.
Det betyr at forskjellen i nærings-
struktur mellom landene gjør at det
er stor sannsynlighet for at landene
kan bli utsatt for *asymmetriske sjokk*

som følge av endringer i etterspør-
sels- eller tilbudssideforhold.

Med felles valuta for hele området
har en ikke mulighet til bruke penge-
politikken til å dempe virkningen av
negative sjokk som bare rammer
deler av området, fordi pengepolitik-
ken må tilpasses utviklingen i områ-
det som helhet. Med felles valuta er
en dessuten forhindret fra å påskynde
prosessen med å tilpasse de relative
priser og inntekter til de nye etter-
spørsels-/tilbudsforholdene gjennom
devalueringer.

Forskjellen mellom EF og USA er
her instruktiv. Selv om det er mulig
at de næringsmessige forskjellene
mellom delstatene i USA er mindre
enn mellom landene i EF, har vi
eksempler på at også amerikansk
økonomi har vært utsatt for slike
asymmetriske sjokk, der enkelte del-
stater rammes av endringer i etter-
spørsels- og tilbudsforhold, med økt
arbeidsledighet som følge. Selv om
virkningene av dette kan være van-
skelig nok, innebærer det at en har en
sterk føderal stat med store økono-
miske ressurser, at en har et system
for å kanalisere kjøpekraft til de
områdene som rammes. Mens penge-
politikken i sin natur er generell, kan
finanspolitikken være selektiv. Over-
føringene til arbeidsledighets-
trygd øker. Skattebyrden reduseres.
Det kan settes i verk spesielle føderale
programmer for å hjelpe på situa-
sjonen.

En slik mulighet vil en ikke ha
innen EMU. Mangelen på finanspoli-
tisk handlefrihet nasjonalt og finans-
politisk overbygning sentralt gjør at
en ikke kan motvirke negative sjokk i
de enkelte landene ved å endre
offentlige inntekter og utgifter. Siden
landenes egne budsjetter vil rammes
av et slikt sjokk, vil det snarere være
behov for å stramme til finanspolitik-
ken for å møte de finanspolitiske kra-
vene.

De amerikanske erfaringene viser
dessuten at i disse tilfellene løses
ikke ledighetsproblemet ved at den
ledige arbeidskraften tiltrekker seg
ny næringsvirksomhet, men ved at
arbeidskraften flytter dit det er etter-
spørsel etter arbeidskraft. Det ameri-

kanske arbeidsmarkedet er kjent for sin store mobilitet. En tilsvarende grad av mobilitet har vi idag ikke innen EF, ikke engang innenfor de enkelte landene. Og selv med formell fri flyt av arbeidskraft, vil vi – blant annet pga språkproblemer og kulturelle forskjeller – neppe få det, i alle fall ikke innenfor et par mannsaldre. Det betyr at behovet for store og langvarige motvirkende tiltak gjennom finanspolitikken vil bli større innenfor EF enn i USA.

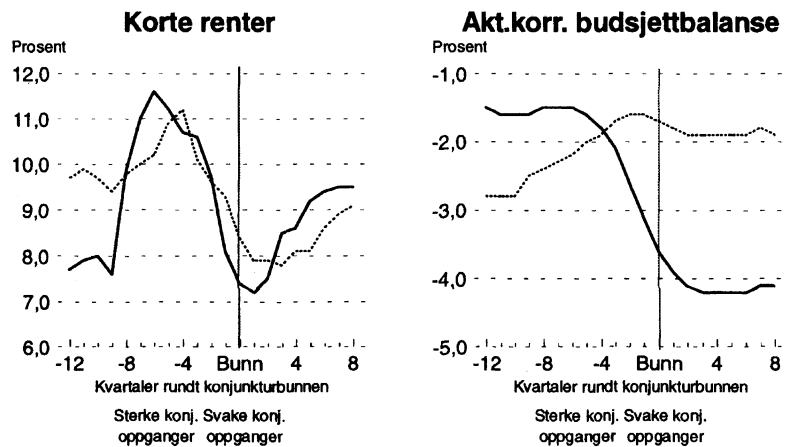
Det er vanskelig å tro at et system uten reell maktbalanse mellom institusjonene som har ansvar for hhv finanspolitikk og pengepolitikk kan være stabilt over tid. Ubalansen kan vise seg å skape en skjevhet i de økonomisk-politiske avveiningene som vil bli foretatt innenfor EF, noe som i lengre perspektiv kan sette i gang en politisk dynamikk som vil endre systemet. Men denne prosessen vil neppe komme igang av seg selv før systemet i praksis har vist seg å produsere uønskede resultater.

Konvergenskravene – veivalget er galt

Mens den fagøkonomiske debatten har vært konsentrert om feil og mangler med unionsplanene, har aktørene på de internasjonale penge- og valutamarkedene i større grad vært opptatt av *konsekvensene* av at veivalget er galt. Det er ikke troverdig at landene vil oppfylle konvergenskravene innenfor tidsplanen (selv ikke om man tillater en viss margin), og om en skulle forsøke på det vil de økonomiske kostnadene bli (for) store. Slik aktørene ser det innebærer konvergenskravene bare mer av den politikken landene har forsøkt å føre innenfor ERM-samarbeidet, og som markedet allerede har vendt tommelen ned for ved to anledninger.

Disse vurderingene tar utgangspunkt i at EF-landene nå er inne i noe som ser ut til å kunne bli en langvarig lavkonjunktur. Med amerikansk økonomi i bare moderat oppgang og med Japan i fortsatt klar konjunkturunedgang, kan ikke de europeiske landene håpe på særlig drahjelp utenfra,

Fig. 4: KONJUNKTUROPPSVING I OECD
Penge- og finanspolitikkens betydning



Kilde: OECD

selv om kursoppgangen for dollar og yen kan gi noen positive bidrag. Utbyggingen av markedene i Øst-Europa kan bidra positivt på lengre sikt, men den politiske usikkerheten i disse områdene kan like gjerne trekke i negativ retning på kort sikt. Med en tilstramming av finanspolitikken og en fortsatt stram pengepolitikk innenfor EF er det derfor ikke lett å peke på hva som skal stimulere veksten i EF-landene.

En jevnføring med tidligere konjunkturoppganger kan her være instruktiv. I OECD (1992) er det presentert en analyse av forskjellene mellom sterke og svake konjunkturoppganger i de syv største OECD-landene siden 1970. De oppgangene som klassifiseres som sterke viste en gjennomsnittlig økonomisk vekst de to første årene etter bunnpunktet som var 2 pst sterkere enn trendveksten i BNP. Det første året var veksten nesten 4 pst sterkere, mens den det andre året var omlag på linje med trendveksten. I de svake oppgangene var imidlertid den gjennomsnittlige veksten i hver av de to årene bare 1 pst sterkere enn trendveksten.

Analysen tok også for seg den tilhørende utviklingen i penge- og finanspolitikken (se figur 4). I forkant av alle konjunkturoppgangene var

pengepolitikken blitt lagt om i ekspansiv retning. For de sterke konjunkturoppgangene var det forutgående fallet i korte renter vel 4 pst. For de svake oppgangene var det forutgående rentefallet på ca 3 pst. Det var altså en viss, men ingen betydelig forskjell i pengepolitikken.

Forskjellen i finanspolitikk var derimot betydelig. Rundt de sterke oppgangene ble finanspolitikken lagt om i ekspansiv retning, i gjennomsnitt tilsvarende 2 pst av BNP (målt som en nedgang i den aktivitetskorrigerte budsjettbalansen), og deretter holdt uendret. Forut for de svake oppgangene ble derimot finanspolitikken strammet til tilsvarende 1 pst av BNP, og deretter holdt uendret.

Så langt har nedgangen i korte renter i EF vært på vel 4 pst, dvs som for en sterk konjunkturoppgang. Men nedgangen har kommet fra et svært høyt realrentennivå, og realrentene er fortsatt betydelig over nivået i de forutgående konjunkturbunnene, slik det fremgikk av figur 2 foran. Det er derfor neppe grunn til å tro at pengepolitikken så langt kan gi noen økonomisk stimulans av betydning.

For finanspolitikken, som er mer avgjørende for styrken i oppgangen, er situasjonen enda mindre oppløftende. Etter en svak finanspolitisk sti-

mulans på 0,2 pst av BNP i 1991, er finanspolitikken i EF-landene – som nevnt foran – blitt lagt om i kontraktiv retning. I 1992 tilsvarte tilstrammingen 0,5 pst av BNP, i 1993 1,0 pst og for 1994 anslo OECD i mai i år at tilstrammingen ville bli på 0,7 pst. Tatt i betraktning at EF-landene neppe har passert noe bunnpunkt ennå, betyr det at tilstrammingen så langt har vært sterkere enn for gjennomsnittet av det som skulle vise seg som svake konjunkturoppganger. Om den strammere politikken videreføres også i 1994, vil forskjellen til en «normal» svak oppgang bli enda større.

Dette betyr at selv det å håpe på en normalt svak konjunkturoppgang for EF de kommende to årene er i det mest optimistiske laget. Med en økonomisk vekst ned mot trendveksten i BNP, som for EF-landene har utgjort knappe 2 pst de siste ti årene, vil det – med normale forutsetninger om produktivitetsvekst og vekst i arbeidsstyrken – neppe bli noen nedgang i arbeidsledigheten de kommende to årene. Om veksten skulle bli svakere, noe alle prognoser for 1994 nå tyder på, vil ledigheten tvert imot fortsette å øke, og – som påpekt foran – ut fra et allerede høyt nivå. I denne situasjonen er det nærmest utenkelig at de faktiske budsjettunderskuddene (dvs ikke de aktivitetetskorrigerte) skal kunne bedre seg, noe som jo er forutsetningen for at konvergenskravene skal kunne oppfylles.

Dette er bakgrunnen for markedsaktørenes forventninger om at noe vil måtte gi etter i den økonomiske politikken. Og siden det er gode grunner til at finanspolitikken bør strammes til på sikt, mens pengepolitikken nå er ufornuftig stram, venter de at det er rentene som må gi etter.

Alternativet til at politikerne kjører rentene sterkere nedover i forkant, er at markedet selv presser rentene nedover i etterkant av den realøkonomiske utviklingen.

Konklusjon

Den økonomiske politikken som nå føres i hht Maastricht-avtalen er ikke holdbar på lengre sikt, dvs at deler av politikken før eller senere vil måtte gi etter. Resultatet kan på kort sikt bli en ytterligere økning i arbeidsledigheten, fra et allerede høyt nivå og uten utsikter til å komme klart ned selv på mellom-lang sikt (lav ledighet er ikke noe konvergenskrav). En slik utvikling kan medføre omfattende sosial og politisk uro.

Det finnes imidlertid økonomisk farbare veier frem mot en monetær union, men de forutsetter at konvergenskriteriene endres. Med den tyske forfatningsdomstolens kjennelse nå i høst, innebærer det at Maastricht-avtalen må opp til ny behandling.

Flere europeiske land står overfor viktige valg i tiden fremover. Jo senere kursen justeres, jo mer øker sannsynligheten for at nye politikere med andre forpliktelser, prioriteringer og målsettinger overtar. Maastricht-prosjektet kan i så fall bli oppgitt.

Om EF mot formodning skulle klare å presse seg frem til EMU, vil de trolig finne at de likevel ikke er fremme. En i hovedsak monetær union med felles valuta vil ikke kunne håndtere Europas problemer. En sterkere politisk overbygging, EF-orga-ner med større politisk tyngde og med reelle finanspolitiske midler, kan i så fall tvinge seg frem, eventuelt gjennom kriser. Konklusjonen må derfor bli: *Ingen monetær union uten en mektig EF-stat.*

Slik sett begynner Maastricht-avtalen i gal ende. Og den gjør det fordi en monetær union fremsto som den lette veien til en økonomisk union, fordi den tilsynelatende minimaliserer avgivelsen av nasjonal økonomisk-politisk suverenitet.

REFERANSER:

- Buiter, Willem H (1992): «Should we worry about the fiscal numerology of Maastricht?». *CEPR Discussion Paper No. 668*
 Johansen, Per Richard (1993): «Den tyske modellen for økonomisk politikk – erfaringer og nye utfordringer» i G. Gaarder (red): *Tyskland i forandring*. Europa-programmet (under utgivelse).
 OECD (1992): *OECD Economic Outlook No. 52*.
 OECD (1993): *OECD Economic Outlook No. 53*.

NOTER:

- * Artikkelen er basert på et bidrag til «Europa i forandring – artikkelsamling fra medarbeiderseminar ved Europa-programmet».
¹ Se f.eks Regjeringens omtale av avtalen i Langtidsprogrammet for 1994-97, s 51-52 og Statsministerens innlegg i Stortingets utenriksdebatt 4/11-93.
² En noe mer fylldig omtale av de økonomiske konsekvensene av den tyske samlingen og virkemåten til pengepolitikken i denne situasjonen, er gitt i Johansen (1993).
³ Bundesbanks synspunkt om at kredittetter-spørselen i Tyskland er lite følsom for endringer i korte renter er idag mer omstridt enn tidligere. Enkelte prognosegivere mener at de siste årenes stramme pengepolitikk har rammet ikke bare konkurranseutsatt, men også skjermet sektor kraftig, og venter av den grunn at tysk økonomi knapt vil vise vekst kommende år, selv om nedgangen i konkurranseutsatt sektor ser ut til å stanset opp. Om synspunktet er riktig eller ikke er imidlertid ikke viktig for det som skjedde på valutamarkedene det siste året. Poenget var at Bundesbank hevdet dette synspunktet, og at markedet antok at det ville styre sentralbankens handlinger.

JOHN CHRISTIAN LANGLI:

Sentralbankenes rolle i penge- og valutamarkedet: Nye institusjonelle forhold og nye aktører¹

2 9. juli 1993 fikk omtrent samtlige aktører i valutamarkedet sjokk. EF-landenes fastkurssamarbeid ERM (Exchange Rate Mechanism) var allerede under press, og markedsaktørene forventet lavere tyske renter. Det ville gjort investeringer i de svake valutaene mer attraktive og lettet presset på ERM. Da den tyske sentralbanken, Bundesbank, kunngjorde at rentenivået ikke ville bli satt ned, flyktet investorene flokkvis ut av de svake valutaene. Kapitalbevegelsene var så store at ERM holdt på å bryte sammen. For å holde skallet av fastkurssystemet inntakt, besluttet EFs finansministre 1. august at båndet rundt de faste paritetene skulle utvides fra $\pm 2,25\%$ til $\pm 15,0\%$ for de svake valutaene. I praksis betyr det at kursene inntil videre flyter, med unntak av kursen mellom tyske mark og nederlandske gylden som fortsatt skal benytte et bånd på $\pm 2,25\%$.

Krisen som fulgte i kjølevannet av Bundesbanks beslutning var den foreløpig siste i en serie av alvorlige kriser som har herjet de europeiske valutamarkedene etter at danskene sa nei til Maastricht-avtalen i juli 1992. Før det danske nei hadde Vest-Europa i flere år vært preget av faste valutakurser og relativt stabile forhold på valutamarkedene. Nå er det bare rester igjen av fastkursregimene. Valuta etter valuta har blitt utsatt for så kraftig press at eneste tilgjengelige alternativ har vært å oppgi fastkurspolitikken.² Det betyr at de virkemidlene sentralbankene kan bruke for å forsvare valutakursene ikke lenger er tilstrekkelige, og denne artikkelen handler om hvorfor.

Noen vil kanskje stille spørsmålet om sentralbankene noen gang har vært i stand til å holde en valutakurs fast. Mitt svar er ja, forutsatt at den økonomiske politikken har vært tilpasset hensynet til den faste valutakursen. De siste årenes endringer i finansmarkedene har imidlertid ført til at det ikke lenger er tilstrekkelig å innrette den økonomiske politikken mot faste kurser.

Artikkelen har følgende oppbygning. Det neste avsnittet redegjør for hvordan sentralbankene i prinsippet kan påvirke renter og valutakurser. Deretter kommer det to avsnitt som beskriver de siste årenes endringer i finansmarkedene og et avsnitt som ser på utfordringene sentralbanker i fastkursregimer nå vil stå ovenfor. Det siste avsnittet oppsummerer.

Noen hovedprinsipper

Sentralbankene bruker som regel intervensjoner i valutamarkedet og/eller endringer i rentebetingelsene på de private bankenes lån og innskudd i sentralbanken, når de ønsker å påvirke valutakursene. Intervensjoner er kjøp eller salg av utenlandsk valuta. Når Norges Bank selger amerikanske dollar mot kroner, øker etterspørselen etter kroner og ceteris paribus vil kronen appresiere. Samtidig blir det færre kroner til fordeling i markedet, og det norske rentenivået kan stige. Rentnivået kan også stige hvis rentene på de private bankenes lån og innskudd i Norges Bank øker. Siden høyere norske renter ceteris paribus gjør

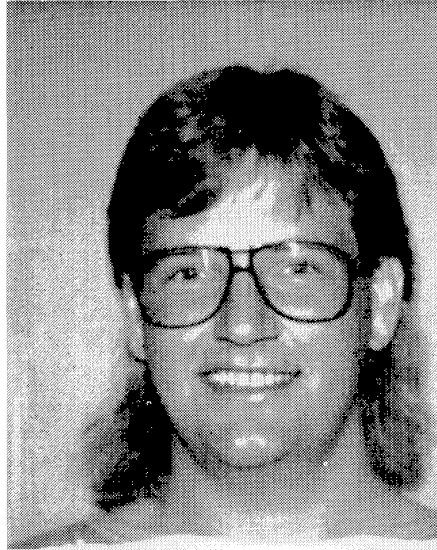
det mer attraktivt å plassere penger i norske kroner, vil etterspørselen etter kroner øke og kronen appresiere. Følgelig kan både intervensjoner og renteendringer benyttes for å påvirke valutakursene.

I hvilken utstrekning sentralbankene kan påvirke rentenivå og/eller valutakurs, avhenger i prinsippet av to faktorer: Hvorvidt valutakursen er fast eller flytende, og hvorvidt kapitalbevegelsene med utlandet er under myndighetenes kontroll eller ei. For å se dette kan vi ta utgangspunkt i en investor som har sin formue plassert i et valutamarked uten valutareguleringer.

Investors avkastning består av en forventet kursgevinst og en renteforskjell. Den forventede kursgevinsten fanger opp muligheten for at valutakursen kan endre seg. Renteforskjellen er differansen mellom den renten investor får ved å plassere i en valuta og den renten han går glipp av ved ikke å investere i en annen. Investor ønsker hele tiden å plassere formuen der hvor den forventede avkastningen er høyest. Hvis den forventede avkastningen ved plasseringer i forskjellige valutaer ikke er lik, vil investor flytte formuen fra valutaer med lav forventet avkastning til valutaer med høy forventet avkastning. Først når den forventede avkastningen er lik på tvers av valutaene, vil investor være fornøyd med hvordan formuen er plassert. En betingelse for ro og stabilitet i et valutamarked uten valutareguleringer – og dermed for stabile valutakurser – blir følgelig at den forventede avkastningen ved plasseringer i forskjellige valutaer er den samme.

I et fastkursregime skal verdien på hjemlandets valuta holdes stabil mot utenlandsk valuta, og sentralbanken skal gjennom operasjoner i penge- og valutamarkedene påse at valutakursen ligger på det nivå som er fastsatt. Når valutakursene flyter er sentralbankene fritatt fra plikten til å intervenere, og prisfastsettelsen kan overlates til markedet. Forskjellen mellom faste og flytende kurser gjelder altså på plikten til å intervenere, ikke hvorvidt det blir intervenert eller ei.

Uten valutareguleringer mister sentralbanker i fastkursregimer muligheten til å fastsette rentenivået etter eget ønske. Hvis investor setter mulighetene for forventet kursendring lik null, må det innenlandske rentenivået være på linje med rentenivået i utlandet. Forsøk på å fastsette f. eks. et høyere rentenivå er nytteløst. Investorene vil umiddelbart forsøke å nyte godt av de høye rentene. Det fører til økt etterspørsel, og sentralbanken må selge hjemlandets valuta for å holde valutakursen stabil. Økt tilbud av hjemlandets valuta fører til at rentenivået synker, og valutamarkedet vil



John Christian Langli er dr. oecon fra Norges Handelshøyskole, 1993. Han har permisjon fra sin stilling som førsteamanuensis ved Handelshøyskolen BI, og er for tiden Norgesnettets stipendiat og Visiting Scholar ved University of Washington

først stabilisere seg når rentenivået igjen er på linje med rentenivået i utlandet.

Med frie kapitalbevegelser og flytende valutakurser kan sentralbankene selv bestemme rentenivået. Prisen for større selvstendighet i rentepolitikken blir mer variable valutakurser. F. eks. vil en økning i rentenivået gå sammen med forventninger om et fall i valutakursen. Hvis valutakursen ikke forventes å falle, vil den forventede avkastningen være høyere enn i andre valutaer og det kan ikke representere en stabil situasjon.

Valutareguleringer legger restriksjoner på kapitalbevegelsene til og fra utlandet: Investor må ha tillatelse for å handle valuta. Dermed brytes koblingen mellom innenlandske og utenlandske pengemarkeder, og den forventede avkastningen ved plasseringer i forskjellige valutaer behøver ikke lenger være lik. Med fungerende valutareguleringer kan derfor sentralbankene fastsette både rentenivået og nivået på

valutakursen.

Det siste årets erfaringer har vist at sentralbankenes virkemidler – intervensjoner og endringer i rentebetingelsene på bankenes lån og innskudd – ikke er egnet til å forsvare en fastkurspolitikk når det oppstår kraftig press. Et eksempel viser hvorfor: Høsten 1992 kjempet Norges Bank i perioder intenst for å forsvare verdien på den norske kronen. Ved hjelp av massive intervensjoner og høy rente på bankenes lån i sentralbanken, holdt Norges Bank stand frem til 10. desember. Mens kampen mellom Norges Bank og markedet pågikk, var det norske rentenivået tildels svært høyt og all ledig innenlandsk likviditet ble i perioder vekslet om til utenlandsk valuta. Dermed ble det norske næringslivet, som i utgangspunktet skulle nyte godt av fordelene ved et fastkurssystem, påført store kostnader som følge av høye renter, knapp kronelikviditet og stor valutakursusikkerhet. Siden ingen vet når et press mot en valuta vil forsvinne (og dermed gi næringslivet normale arbeidsvilkår), kan kostnadene ved å forsvare en valutakurs over tid bli meget store. Bl.a. kan arbeidsledigheten øke fordi finansinvesteringer fortrenger investeringer i realkapital, og fordi husholdningene reduserer sitt konsum som følge av økte renteutgifter. Årsaken til at virkemidlene ikke er egnet til å forsvare en fast valutakurs skyldes altså ikke at virkemidlene ikke har effekt på valutakursene og/eller rentenivået (Norges Bank holdt tross alt kronen stabil frem til 10. desember). Hovedårsaken ligger i at virkemidlene i perioder må brukes så kraftig at bivirkningene, dvs. kostnadene ved å forsvare valutakursen, blir for store. Hvorfor virkemidlene nå må brukes så kraftig, kan forklares ved de endringene som finansmarkedene har gjennomgått de siste 20 årene.

Nye institusjonelle forhold

Ser vi på utviklingen etter den annen verdenskrig, har det skjedd en rekke viktige institusjonelle endringer, dvs. endringer i rammebetingelsene som aktørene i markedet opererer under. To ferske eksempler er overgangen til en flytende norsk krone og utvidelsen av svingingsmarginene innen ERM. Dette er dramatiske endringer som får stor publisitet, og som de fleste blir klar over gjennom oppslag i dagspressen og i radio og TV. Langt færre er imidlertid blitt klar over en viktigere institusjonell endring som har funnet sted, nemlig at vi i løpet av de siste 20 årene gradvis har fått et globalt finansmarked.

Det finnes en rekke forskjellige finansmarkeder. Disse kan sorteres i to grupper, cashmarkeder og derivatmarkeder. Cashmarkedene har eksistert i generasjoner og de er kjennetegnet ved at produktene som kjøpes og selges skal leveres umiddelbart, «cash and carry». Derivatmarkedene har vokst frem i løpet av de siste 20 årene, og særlig de siste 10 årene har utviklingen gått raskt. Omsetningen i derivatmarkedene består i kjøp og salg av kontrakter, og kontraktene spesifiserer rettigheter og forpliktelser vedrørende fremtidig levering av produkter omsatt i cashmarkedene.³

Frem til begynnelsen av 1970-tallet foregikk omsetningen av finansielle produkter stort sett i nasjonale cashmarkeder. Det var liten kontaktflate mellom forskjellige cashmarkeder innenfor et land, og enda mindre kontaktflate mellom cashmarkeder i forskjellige land. Utover på 1970- og 1980-tallet ble grensene mellom de nasjonale cashmarkedene gradvis borte, samtidig som derivatmarkedene vokste frem. Og i takt med den trinnvise nedbyggingen av valutareguleringene verden over, har cash- og derivatmarkeder i forskjellige land blitt tettere integrerte. I dag har vi derfor en rekke cash- og derivatmarkeder spredt verden over, med et utrolig stort produktspekter. Og alle markedene er integrert med hverandre gjennom elektroniske nettverk. Det gjør at vi ikke lenger kan snakke om forskjellige markeder eller institusjonelle endringer i et marked. Markedene og produktene må ses i sammenheng – vi har fått et globalt finansmarked. Sammenliknet med finansmarkedenes funksjonsmåte på 1980-tallet (hvor bl.a. land med målsetting om en fast valutakurs ofte hadde valutareguleringer), er det mye som tyder på at dette nye globale finansmarkedet er et marked med nye spilleregler, større og mektigere aktører og nye utfordringer for sentralbankene og de styrende myndigheter.

Noen volumtall illustrerer hvor fort utviklingen har gått. I 1980 ble nettoomsetningen i valutamarkedet anslått til 100 mrd. amerikanske dollar pr. dag. I april 1992, som var en rolig måned, var det tilsvarende tallet 880 mrd. amerikanske dollar (vekst på ca. 20% pr. år). Valutamarkedet omsetter følgelig valuta for mer enn 9 norske bruttonasjonalprodukter på en rolig dag, og på dager med stor uro kan 9-tallet trolig ganges med en faktor mellom 2 og 3. I 1986 utgjorde markedet for internasjonale lån via banksektoren 324 mrd. amerikanske dollar, mens beløpet var kommet

opp i 7500 mrd. amerikanske dollar i 1991 (årlig vekst på 33%). I 1986 var utestående beløp for et utvalg av derivater som omsettes over organiserte børser 583 mrd. amerikanske dollar, mens tallet i 1991 var 3518 mrd. amerikanske dollar (årlig vekst på 43%). For et utvalg av derivater som omsettes utenom børser er de tilsvarende tallene 500 og 4449 mrd. amerikanske dollar (årlig vekst på 55%).

Et annet inntrykk av størrelsen på det globale markedet får vi ved å dele økonomien i to sektorer. Realøkonomien er den delen av økonomien som omfatter produksjon og handel i varer og tjenester, og finansielle transaksjoner knyttet til slik virksomhet. Den finansielle økonomien er den delen av økonomien som omfatter transaksjoner i cash- og derivatmarkedene med det formål å tjene på transaksjonene. I dag går anslagene ut på at den finansielle økonomien er mellom 30 til 50 ganger større enn realøkonomien. For hver krone som omsettes i realøkonomien blir dermed mellom 30 til 50 kroner omsatt i den finansielle økonomien. Følgelig er omsetningen i det globale finansmarkedet enda større, siden det også inkluderer finanstransaksjonene tilknyttet realøkonomien.

Årsakene til etableringen av det globale markedet og den enorme volumveksten er flere, men vi får med oss de tre viktigste ved stikkordene teknologi, finansiell innovasjon, og deregulering.

Den teknologiske utviklingen de siste 20 årene har vært formidabel. Raskere, kraftigere og billigere datamaskiner, sammen med bedre telekommunikasjon, har gjort verden mindre. Vi kan nå – fra vårt eget skrivebord – kjøp og selge finansielle produkter i forskjellige cash- og derivatmarkeder verden over, nesten med lysets hastighet.

Reuter har spilt en dominerende rolle når det gjelder å integrere finansmarkedene, og da særlig valutamarkedene. Det første elektroniske nettverket ble satt i drift i 1973. Dette systemet gav informasjon om priser på valuta og formidlet nyheter, men handlernes måtte foretas via telefon eller telex. I dag er systemene langt mer avanserte, og bl.a. kan valutameglere verden over handle med hverandre via sine terminaler. Ved inngangen til 1993 var det mer enn 200.000 Reuter-terminaler i bruk på mer enn 30.000 forskjellige steder fordelt på 120 land. Reuter tar hånd om 1 million transaksjoner hver dag, og en gjennomsnittlig handel tar mindre enn 25 sekunder fra den påbegynnes til den avsluttes.

Ved siden av Reuter har det vokst frem 20 andre store internasjonale elektroniske nettverk og en rekke private internasjonale nettverk. Siden nettverkene binder hele verden sammen, har vi fått et marked hvor handel kan skje til alle døgnets tider – det er alltid noen markeder som er åpne. Den teknologiske utviklingen har lagt forutsetningene til rette for et 24-timers globalt finansmarked.

Den finansielle innovasjonen har gått svært raskt de siste 20 årene: Vi har fått en rekke nye produkter, nye markeder og nye investeringsstrategier. Finansinstitusjoner, som på grunn av reguleringer har vært påført ekstrakostnader sammenliknet med konkurrentene, har vært meget oppfinnsomme for å bedre sin konkurransemessige posisjon

ved utvikling av nye produkter og nye markeder. En annen årsak til den raske veksttakten kan tilskrives den økte usikkerheten i valutakurser og renter etter 1973. Økt usikkerhet gir økt behovet for å redusere risiko, og det gav grobunn for etablering av derivatmarkedene. Derivatproduktene er i utgangspunktet utformet for å ta bort risiko, men den enorme volumveksten skyldes minst like mye at de er meget velegnet til spekulasjon. Derivatmarkedene har dessuten lagt grunnlaget for investeringsstrategier som baserer seg på prisavvik mellom (porteføljer av) produkter som omsettes i forskjellige cash- og derivatmarkeder, og dermed knyttet markedene svært tett sammen.

Den siste årsaken bak etableringen av det globale markedet er *deregulering*. Fordelen med reguleringer er at myndighetene selv kan bestemme. Reguleringer er altså nødvendig når myndighetene ikke ønsker at markedet skal ordne opp selv. Ulempen er at reguleringene sjelden virker nøytralt på fordelingen av samfunnets ressurser. De kan virke diskriminerende, føre til ekstrakostnader og uønskede tilpasninger. Aktørenes forsøk på å omgå reguleringene fører dessuten til at reguleringene som regel blir mindre effektive over tid. På slutten av 1970-tallet ble det politiske fokus satt på ulempene med reguleringer. Både Reagan og Thatcher hadde nærmest en usvikelig tro på at markedene ville fungere desto bedre, jo mindre myndighetene blandet seg inn. Følgelig ble deregulering et virkemiddel for å løse økonomiske problemer.

Hver for seg ville teknologisk utvikling, finansiell innovasjon og deregulering bidratt til økt vekst og mer integrerte finansmarkeder. Men når de tre kreftene har fått trekke sammen, har utviklingen eksplodert. En rekke av de produkter og investeringsstrategier som benyttes i dag er så kompliserte at de ikke ville sett dagens lys uten kraftige datamaskiner og elektroniske nettverk som binder markedene sammen. Den ene faktoren har derfor bidratt til å forsterke effektene av de andre. Konsekvensen er at vi nå har fått et globalt finansmarked hvor informasjon flyter og kapital flyttes i et utrolig høyt tempo.

Nye aktører

Økt integrasjon og mindre reguleringer gjør at flere aktører kan investere i finansmarkedene. Det øker både antall deltakere og omsetningsvolumet, siden hver deltaker stiller med egne eller lånte penger. Men når vi ser bort fra volumeffektene, representerer ikke en økning i antall aktører et spesielt interessant fenomen. Det er langt mer interessant å se på hva slags aktører som har entret markedene og hvilke konsekvenser det kan ha fått for prisdannelsen.

Sammenliknet med tidligere tider har aktørene blitt større – de forvalter mer kapital. Vi har fått en rekke kollektive spareklubber i form av livsforsikringsselskaper, pensjonsfond, aksjefond, pengemarkedsfond, valuta fond osv. Disse institusjonelle investorene samler sammen sparepengene fra en rekke enkeltpersoner og bedrifter, og de har som oppgave å forvalte innskytternes midler på en best mulig

måte. Ved siden av de institusjonelle investorene opererer spekulantene.⁴ Begge gruppene har felles målsetting: De skal tjene penger på finanstransaksjoner, dvs. på kjøp og salg av produkter i cash- og/eller derivatmarkedene.

I tradisjonell økonomisk teori har rasjonelle investorer en samfunnsnyttig oppgave, fordi deres spekulasjon sikrer at prisene er i samsvar med det realøkonomien krever. Hvis prisene skulle ligge på et feil nivå i forhold til de underliggende realøkonomiske forholdene, vil de rasjonelle investorene sørge for at feilprisingen korrigeres. Motivasjonen for de rasjonelle investorenes kjøp og salg er derfor å finne i realøkonomien, og de står som garantister for korrekt prising og optimal bruk av samfunnets ressurser.

Med fremveksten av det globale marked er det flere ting som tyder på at det skjedd endringer i hva som styrer investorenes beslutninger. Realøkonomiens betydning ser i perioder ut til å ha blitt redusert. For en rekke investorer, og kanskje særlig for de som skal tjene penger på finanstransaksjoner, kan det ha blitt viktigere å profitte på svært kortsiktige kursendringer eller ørsmå prisavvik mellom produkter som omsettes i forskjellige cash- og derivatmarkeder. Koblingen mellom institusjonelle investorer, spekulanter, teknologi, innovasjon og deregulering, kan derfor ha bidratt til vesentlig kortere investeringshorisonter og større kapitalbevegelser. Noe som i sin tur kan ha gjort markedene mer ustabile.

Når investeringsbeslutninger blir drevet av forventninger om utviklingen i realøkonomien, kommer kursendringer som følge av nyheter om den realøkonomiske utviklingen. I dag er enkelte investorer så mektige at de kan fremprovosere kursendringer som ikke har sammenheng med realøkonomien.⁵ Bruk av automatiserte og computerbaserte investeringsstrategier fører dessuten til at beslutninger om kjøp og salg skjer på grunnlag av selve kursendringene, og ikke bare på grunnlag av endrede forventninger om den realøkonomiske utviklingen. Eksempelvis kan investeringsstrategiene gå ut på å kjøpe en valuta som stiger i verdi. Det bidrar til at kursoppgangen forsterkes. Når investorene øker sin posisjon i en valuta øker de samtidig risikoen. Det kan de gjøre, fordi deres automatiserte systemer skal sørge for at de kommer seg ut av sine posisjoner i løpet av et øyeblikk eller to, hvis markedet begynner å falle. Hver for seg skal altså strategiene bidra til at hver enkelt investors risiko blir redusert. Men hvis alle gjør det samme og kursutviklingen snur, vil de selge på samme tidspunkt. Dermed kan kursutslagene bli større og usikkerheten høyere, sammenliknet med et marked hvor prisendringene kun drives av rasjonelle investorers kjøp og salg.⁶ Og siden markedene er tett sammenvevd, øker risikoen i det globale markedet.

Foreløpig vet vi for lite om hvilke vurderinger som styrer investeringsbeslutningene og hva som er årsaken til usikkerheten i det globale markedet. Årsaken kan være at markedene fortsatt er for regulerte, at transaksjonskostnadene er for høye og at myndighetene hindrer prisene i å til-

passer seg utviklingen i realøkonomien. Med det kan også skyldes et skift, fra de rasjonelle investorenes fokus på realøkonomien til spekulantenes fokus på prisendringer. Uansett årsak er utviklingen bekymringsfull, fordi stor usikkerhet i finansmarkedene kan få konsekvenser for realøkonomien. En grunn er at aktørene i realøkonomien må handle til de samme usikre prisene som aktørene i den finansielle økonomien. En annen grunn er at sparepengene som er investert, i utgangspunktet kommer fra realøkonomien. En systemkrise, hvor en stor institusjonell investor går konkurs og drar andre med seg, kan derfor få store konsekvenser, også for de som har sitt daglige virke i realøkonomien.

Sentralbankenes roller i det globale finansmarkedet

Vi har fått et globalt finansmarked hvor aktørene i løpet sekunder kan overføre kjøpekraft fra en valuta til en annen, og hvor transaksjonsvolumene kan anta størrelser vi aldri før har sett maken til. I dette markedet skal sentralbankene stå for gjennomføringen av de enkelte landenes penge- og valutakurspolitikk. Bortsett fra å konstatere at utfordringene er store, er det vanskelig å ha bestemte oppfatninger om hvilke roller sentralbankene kan og vil spille i fastkursregimer.⁷ Det skyldes bl.a. at utviklingen går meget raskt (jf. anslagene på volumveksten), og at det ikke er grunn til å tro at det globale markedet har funnet sin form. F. eks. har investorene ennå ikke fullt ut har dratt nytte av de mulighetene det globale markedet gir for spredning av risiko. Omsetningsvolumene i finansmarkedene vil derfor fortsette å øke.

En oppgave for sentralbankene blir å frembringe mer informasjon. Alle volumtallene som det er referert til ovenfor er forbundet med usikkerhet. Vi mangler kunnskap om hvordan det globale markedet egentlig fungerer, hvor stor den er og hvilken innflytelse finansmarkedene har på realøkonomien. Eksempelvis er offentlige statistikker for en stor del basert på netto kapitalstrømmer. Det var tilstrekkelig i en tid da brutto kapitalstrømmer var små og ikke hadde særlig innflytelse. I dag er situasjonen endret.

I gamle dager, frem til midten av 1980-tallet, regnet Norges Bank med at valutareserver som tilsvarte 4 måneders eksport og import var tilstrekkelig. Idag, hvor ingen har kontroll med brutto kapitalbevegelser eller vet hvor store de kan bli, er det en dråpe i havet. Det fikk Norges Bank erfare høsten 1992. Selv om det ikke var noe i norsk realøkonomi som tydet på at Norge burde ha problemer med å holde verdien på kronen stabil mot ECU, ble kronen utsatt for et enormt press. Til tross for skyhøye norske renter, var presset så sterk at om lag halvparten av valutareservene, nær 50 milliarder norske kroner, forsvant i løpet av 6 hektiske timer. 6 timer til, og kassen hadde vært omtrent tom. Det samme har skjedd i Frankrike. Den franske sentralbankens valutareserver ble redusert med over 97%, fra 103 til kun 2,8 milliarder franske franc, i løpet av

de siste to ukene av juli 1993 (jf. krisen i ERM omtalt i innledningen).

De valutareserver som sentralbankene har «på bok» kan være små, sammenliknet med den kapitalbase de kan trekke på gjennom låneavtaler med andre sentralbanker og ved samordnede intervensjoner ved valutauro. Men selv sentralbankenes samlede valutareserver vil ikke kunne brukes til å motstå et vedvarende kraftig press. Hovedårsaken ligger ikke i størrelsen på valutareservene, men i bivirkningene: Vedvarende oppkjøp av et lands valuta vil påføre økonomien som er basert på denne valutaen så store kostnader at ytterligere forsvar av en fast valutakurs på et eller annet tidspunkt blir meningsløst.

I Norge har politikerne som målsetting å gjeninnføre et fastkursregime når forholdene ligger til rette for det, og innen EF arbeider man for å stabilisere kursene som et ledd i etableringen av en økonomisk og monetær union. Hovedproblemet med disse ambisjonene er imidlertid at vi nå, i langt mindre grad enn tidligere, har en oppskrift på hvordan vi skal innrette oss for å oppnå kursstabilitet. Den etablerte lære har hittil vært at nøkkelen til suksess ligger i en realøkonomi og en økonomisk politikk tilpasset hensynet til en fast valutakurs. De norske erfaringene høsten 1992 viste imidlertid at orden i egen økonomi ikke er tilstrekkelig – det er bare en nødvendig betingelse.⁸ Realøkonomien i Norge var tilpasset hensynet til en fast valutakurs, og verdien på kronen mot ECU lå omtrent der likevektskursen skulle ligge. Likevel kom kronen under så sterkt press at kostnadene ved fortsatt forsvar av kronen ble uakseptabelt høye. En av de største utfordringene vi står ovenfor er følgelig: Hvordan få et fastkurssystem til å fungere i det globale markedet? Først når sentralbankene har en metode som setter dem i stand til å forsvare valutakursene uten «for store» bivirkninger, kan vi si noe bestemt om hvilke roller sentralbankene kan og vil spille i det globale markedet.

Sammenliknet med sentralbankenes aktivitetsnivå i cashmarkedene har de jevnt over vært passive i derivatmarkedene, og kanskje bør det gjøres noe med det. I løpet av det siste året har vi fått eksempler på at derivatmarkedene i perioder sluttet å fungere: Alle ville selge, men ingen ville kjøpe. Når aktørene ikke kom seg ut av sine posisjoner via derivatmarkedene, gikk de til cashmarkedene. I cashmarkedene for valuta og kortsiktige lån kjempet imidlertid sentralbankene en innbitt kamp for at valutakursene ikke skulle endre seg. En del av presset på valutakursene skyldes derfor sannsynligvis manglende likviditet i derivatmarkedene. Hvis sentralbankene hadde intervenert i derivatmarkedene og dermed holdt likviditeten oppe, er det følgelig mulig at presset på valutakursene kunne vært mindre. Sentralbankene bør derfor vurdere om ikke spekteret av virkemidler bør utvides til også å omfatte kjøp og salg av instrumenter som omsettes i derivatmarkedene.

Krisene i valutamarkedet oppsto fordi aktørene fryktet eller forventet nedskrivninger. Kriser kan også oppstå ved at de elektroniske nettverkene som holder det globale markedet operativt, bryter sammen. De enorme transaksjons-

volumene som har strømmet gjennom de elektroniske nettverkene i forbindelse med krisene i valutamarkedet har hitil ikke skapt tekniske problemer, men det betyr ikke at systemene er feilfrie. I USA har man hatt eksempler på at betalings- og oppgjørssystemene mellom bankene har gått i stå. 16. august 1990 gikk strømmen i New York, og nødaggregatene, som skulle produsere nok strøm til å holde betalings- og oppgjørssystemene operative, startet som planlagt. Nødaggregatene var imidlertid vannavkjølte, og et sammentreff av uheldige omstendigheter førte til at vannet forsvant samtidig med strømmen. Da nødaggregatene stoppet av mangel på vann, stoppet edb-maskinene av mangel på strøm, og betalings- og oppgjørssystemene brøt sammen. Skadene ble etterhvert reparert, men i mellomtiden hadde 150 mrd. amerikanske dollar, et og et halvt norsk bruttonasjonalbudsjett, stått bokført på feil kontoer. Kriser i de elektroniske nettverkene kan skape et enormt kaos, fordi aktørene i både finans- og realøkonomien mister oversikten over hva de disponerer. Sentralbankene bør derfor spille en aktiv rolle når det gjelder å bedre sikkerheten i de elektroniske nettverkene, slik at det ikke oppstår kriser på grunn av tekniske problemer.

Oppsummering

Avregulering av finansmarkedene og nedbygging av valutareguleringer, sammen med teknologisk og finansiell innovasjon, har skapt et enormt 24-timers globalt finansmarked. Et land har små muligheter til å lage systemer som skjermer landet eller sin valuta mot påvirkning fra det globale markedet, og behovet for internasjonal koordinering har økt. Det er imidlertid usikkert om selv meget høyt grad av internasjonal koordinering mellom myndigheter og sentralbanker kan løse hovedproblemet med en fast valutakurspolitikk: Dagens investorer – som tilsammen disponerer enorme beløp og som har instrumenter til disposisjon som gjør at de kan selge valuta de ikke har (via termin-, futures-, og opsjonskontrakter) – vet at de ved å holde presset på en valuta oppe, før eller senere vil seire. Sentralbankene vil i sin kamp for å forsvare valutakursene påføre økonomiene så høye kostnader at fortsatt forsvar av valutakursene ikke blir politisk akseptabelt. Sentralbankenes tid som «garantister» for stabile og rolige forhold i valutamarkedet er derfor forbi, ikke fordi virkemidlene ikke lenger har effekt, men fordi vi har fått et globalt marked. Med uttalte politiske ambisjoner om å gjennomføre et fastkursregime har følgelig sentralbankene og deres forskningsavdelinger nok av problemstillinger å gripe fatt i, fordi det neppe er lett å finne frem til et virkemiddel som sikrer suksess i fastkurspolitikken når vi mangler kunnskap om hvordan det globale markedet fungerer.

NOTER:

- ¹ Artikkelens tittel og innhold er hentet fra min prøveforelesning for graden dr. oec. ved Norges Handelshøyskole 16. august 1993. Jeg takker fagkonsulenten og Knut Anton Mork for nyttige kommentarer og synspunkter. Ansvar for innholdet er selvfølgelig mitt alene.
- ² 10. desember 1992 kunngjorde Norges Bank at den ikke lenger var forpliktet til å intervenere for holde verdien på en enhet av den europeiske myntenheten ECU lik 7,994 norske kroner $\pm$ 2,25%. Før turen var kommet til Norge, hadde myndighetene i Finland (8.9.92), Storbritannia (17.9.92), Italia (19.9.92) og Sverige (19.10.92) latt sine valutaer flyte.
- ³ Fire vanlige cashmarkeder er aksjemarkedet, spotmarkedet for valuta, pengemarkedet og obligasjonsmarkedet. For hvert av disse markedene finnes det forskjellige derivatmarkeder, og det omsettes en rekke forskjellige kontraktstyper i hvert derivatmarked. Fire hovedgrupper av kontrakter er future-kontrakter, terminkontrakter, bytteavtaler (swapper), og opsjonskontrakter.
- ⁴ Finansfyrsten George Soros er trolig en av de største private spekulantene. Soros forvalter over 50 mrd. norske kroner, og han har fått mye mediantale fordi han tjente 7 mrd. norske kroner på sin spekulasjon om at britiske pund måtte frikobles fra ERM høsten 1992. En annen aktør som er blitt kjent som en av de store spekulantene i valutamarkedet, er sentralbanken i Malaysia, Bank Negara Malaysia (banken har trolig tjent mer enn 2 mrd. amerikanske dollar på valutaspekulasjoner mellom 1986 og 1991).
- ⁵ Spekulasjonene til den malaysiske sentralbanken er et godt eksempel på dette. Taktikken går ut på å fremprovosere kursendringer i et rolig marked, dvs. at banken får kursene til endre seg uten at det er realøkonomisk grunnlag for det. Når kursene har endret seg, går banken inn med store beløp. De eksakte beløpene er ikke kjent, men trolig handler banken for 1 mrd. amerikanske dollar eller mer i løpet av et minutt eller to. Transaksjonene foretas i valutakurser med svært høyt potensielt omsetningsvolum, som amerikanske dollar mot tyske mark eller japanske yen, og kursutslagene skal ha vært inntil 5%. Bank Negara Malaysia har fått et svært frynsete rykte. Blant aktørene er det ikke lenger et spørsmålet om man har blitt lurt, men hvor ofte.
- ⁶ Kunngjøring av arbeidsledighetstall i USA som er lavere enn forventet (dvs. bedre enn forventet) kan tilsi at amerikanske dollar, realøkonomisk sett, bør styrkes med f. eks. 0,3% mot tyske mark. En teoretisk korrekt kursendring på 0,3% kan imidlertid generere kjøps signaler som fører til at etterspørselen blir høyere enn det de realøkonomiske forholdene tilsier, slik at den observerte kursendringen blir større enn 0,3%.
Frem til siste halvdel av 1980-tallet så man i store trekk bort fra muligheten for at markedene kunne bli destabilisert som følge av spekulasjon uten grunnlag i realøkonomien. Skulle markedet bli destabilisert, måtte spekulantene kjøpe når «varen» var overvurdert og selge når den var undervurdert. De ville med andre ord kjøpe dyrt og selge billig, og dermed gå med tap. Følgelig vil kun de rasjonelle investorene, som kjøper billig og selger dyrt, overleve. Empiriske analyser som bl.a. viser at prisendringene i finansmarkedene er større enn hva det er realøkonomisk grunnlag for, har ført til fornyet teoretisk interesse om spekulasjon – og en revidert oppfatning: For en rasjonell investor med kort tidshorisont og begrensede ressurser kan det beste tilgjengelige alternativ være å investere på grunnlag av hva man tror spekulantene vil gjøre, og ikke på grunnlag av hva man «vet» om likevektsprisen. Det kan følgelig være rasjonelt å kjøpe dyrt (dvs. en overvurdert «vare»), fordi det er mulig at «varen» er enda dyrere når man må selge ut. Spekulasjon kan med andre ord være både destabiliserende og lønnsomt.
- ⁷ Etablering av en felles valuta (som ligger i planene for den Europeiske Monetære Union) vil en gang for alle løse problemet med valutakursrisiko for de land som gir avkall på sin egen valuta. Dette er en løsning som synes vanskelig å selge selv innen EF, og her hjemme er alternativet politisk sett uakseptabelt. Med politiske ambisjoner om å vende tilbake til et fastkursregime (omtales nedenfor), avgrenses diskusjonen hovedsaklig til sentralbankenes roller i fastkursregimer.
- ⁸ Presset mot bl.a. svenske og finske kroner, britiske pund og italienske lire høsten 1992 og de svake valutaene innen ERM i utgangen av juli 1993, skyldes at den nødvendige betingelsen for stabile kurser ikke var tilstede.

ARNE JON ISACHSEN

Norsk valutapolitikk – Hvilke alternativer har vi å velge mellom?

Fra midten av februar i år har den norske krone holdt seg meget stabil mot ECU, rundt en pris på 8,30 NOK. Norges Bank har lyktes med å etablere en «troverdige» flyt for vår valuta. Som «ankerfeste» for denne politikken ligger målet om å holde prisstigningen i Norge lav, anslagsvis mellom null og tre prosent på årsbasis.

Fastkurssamarbeidet (ERM) innen det europeiske monetære system (EMS) har vært gjennom en turbulent periode det siste halvannet året. En felles valuta innen EF er ikke oppgitt, men trolig skjøvet lenger frem i tid.

Gitt frie kapitalbevegelser og manglende stabilitet de europeiske valutaene imellom, synes en fortsettelse av dagens «troverdige» flyt å være det beste alternativet.

Innledning

Valutapolitikk består av to hovedelementer; hva slags kursregime og hva slags regler for flytting av penger ut og inn av landet. Ulike alternativer er systematisert i tabell 1.

Tabell 1: Alternative kursregimer

	Frie kap.bev.	Reg.kap.bev.
I. <i>Fast valutakurs</i>		
Binding til ECU	A1	B1
Binding til en kurv av ECU og USD	A2	B2
Binding til en ny norsk «oljekurv»	A3	B3
II. <i>Flytende valutakurs</i>		
«Troverdige» flyt	A4	B4
Fri flyt	A5	B5
III. Deltakelse i EMU	A6	
IV. To-delt valutamarked, der NOK flyter fritt for kapitaltransaksjoner, men har fast kurs for handel i varer og tjenester		

Vi diskuterer først alternativene A1-A5, dvs. ulike kursregimer, gitt fri kapitalmobilitet. Derneft knyttes noen kommentarer til hvilke virkninger kontroll med kapitalbevegelser kan få. Alternativene III og IV blir så drøftet. Ettersom det for tiden virker lite sannsynlig med omfattende reguleringer av internasjonale kapitalbevegelser, legges hovedtyngden av diskusjonen på A-alternativene.

Kursregime og frie kapitalbevegelser

Regjeringens uttalte målsetting er en tilbakevending til en form for fastkurssystem. Alternativ A1, dvs. på nytt å binde NOK til ECU, med bibehold av frie kapitalbevegelser, er nok det mest nærliggende. En fast pris på ECU rundt dagens nivå på ca. 8,30 kr pr. ECU ville innebære en devaluering på rundt fire prosent i forhold til den tidligere faste prisen (7,994 kr).

Sannsynligheten for å velge dette alternativet øker den dagen roen innen EMS er gjenopprettet. Heri inngår at Storbritannia og Italia igjen går med i ERM, dvs. forlater flyting og deltar i fastkurssamarbeidet i EMS. Et mer stabilt EMS fordrer også at svingningsmarginene reduseres fra dagens 15% for de «svake» valutaene, og ned til kanskje det halve. På lenger sikt krever et troverdig EMS at Tyskland mestrer sitt latente inflasjonsproblem.

Alternativ A2 innebærer at Norge velger å knytte kronen til en kurv der dollarens utvikling også får spille en rolle. Vi vil da «kjøpe» oss noe mindre ustabilitet av kronens verdi målt i dollar, mot å akseptere en noe større ustabilitet mot de europeiske valutaene. Med oljepris notert i dollar og en dollaravhengig skipsfartsnæring kan dette, ut fra rene økonomiske betraktninger, være verd å vurdere. Så lenge Norge forhandler om medlemskap i EF, er det kanskje lite opportunt å velge dette alternativet. Det kan tolkes som om vi har et lite «europeisk sinnelag».

Alternativ A3, en egen norsk «oljekurv», er suget av eget bryst. Norsk økonomi er blitt mer avhengig av oljen enn hva tallrike NOU-er og Stortingsmeldinger har forkynt er tilrådelig. For 1992 ble 15,8% av BNP generert i oljesektoren, og 36,3% av eksportinntektene kom fra samme sted. Videre tok staten inn 26 mrd. kr i netto konstantstrøm i form av oljeinntekter. Vår økonomi er særdeles sårbar overfor svingende oljepriser.

For å bøte noe på denne sårbarheten kunne det være hensiktsmessig å innrette seg slik at om oljeprisen faller, blir konkurransevilkårene for de øvrige konkurranseutsatte næringer i Norge (K-næringene) forbedret. Og motsatt, ved stigende oljepris, svekkes konkurransekraften for næringslivet forøvrig. En valutakurv der en fysisk mengde olje inngår, sammen med ulike mengder av ulike lands valutaer, kan konstrueres for dette formålet:

Tabell 2: En ny norsk «oljekurv»

Vekter	Pris	Verdi	Pris	Verdi
5 ECU	8,30	41,50	8,90	44,50
5 USD	7,00	35,00	7,50	37,50
1/5 fat olje	140,00	28,00	112,50	22,50
	(20 USD)		(15 USD)	
KURV		104,50		104,50

Utgangspunktet for en slik kurv er myndighetenes vedtak om at hver dag skal en gitt og konstant mengde NOK kjøpe 5 ECU, 5 USD og 1/5 fat olje (definert som f. eks.



*Arne Jon Isachsen er
Ph.D. i sosialøkonomi fra
Stanford University, 1975.
Han er professor
ved Handelshøyskolen BI.*

Brent Blend). Den dagen systemet settes i verk, antas prisen på ECU, USD og olje å være 8,30, 7,00 og 140,00 NOK henholdsvis. Det betyr at kurvindeksen låses til 104,50, dvs. 104,50 NOK må til for å kjøpe de gitte mengder av de tre godene. En viss fleksibilitet – eller element av flyt – kan man innføre ved å ha svingningsmarginer rundt indeksen på 104,50. Hvorvidt marginen skal være $\pm 2,25\%$, eller et annet tall, er av mindre interesse i denne sammenheng.

Om nå uhellet skulle være ute og oljeprisen faller fra 20 USD fatet til 15 USD, vil bibehold av den faste valutakursen føre til at dollaren og ecuen, gitt uendret kurs dem imellom, begge styrker seg med vel 7% i forhold til kronen. USD går opp fra 7,00 til 7,50, og

ECU fra 8,30 til 8,90, se høyre del i tabell 2. Men da vil jo norske K-næringer få en skikkelig bedring av sin konkurranseevne. Hva vi taper i oljeinntekter vil et stykke på vei kompenseres ved økt valutainntjening på annet hold. Den samlede verdiskapningen i landet blir noe mer stabil enn om vi hadde bundet kronen bare til andre lands valutaer, uten plass til olje i kurven.

Motsatt ved en økning i oljeprisen. Dollar og ECU blir dyrere i norsk regning, og konkurranseevnen for K-næringene svekkes. Med bedre inntjening i olje har vi råd til dette.

Vel, så langt fast kurs og frie kapitalbevegelser. Alternativ A4 i tabell 1 over, «troverdige flyt», er vel mest betegnende på dagens system. I den tiden Norge har hatt flytende valutakurs har kronenes internasjonale verdi holdt seg forbausende stabil. Etter først å ha depresiert med 5-6% mot ECU, styrket kronen seg temmelig raskt med det halve. Siden midten av februar 1993 har mellom 8,25 og 8,40 norske kroner vært nødvendig for å kjøpe en ECU.

De politiske myndighetene, og Norges Bank med dem, har åpenbart en mening om hva kronen skal koste målt i andre lands pengeenheter. Vår sentralbank har vist god evne til å stabilisere kronens verdi på et slikt leie. Til dette må legges at den rentenedgangen vi har hatt i Tyskland siden årsskiftet 1992/93, kom som bestilt. Norske renter fikk god drahjelp nedover av en fallende tysk rente. Om så ikke hadde skjedd, kunne presset for en mer ekspansiv pengepolitikk, med tilhørende lavere rente og svekket valuta, tvunget frem en situasjon i Norge mer lik den britiske.

For bedre å kunne vurdere hvordan «troverdige flyt» kan tenkes å virke over tid, vil en nærmere studie av erfaringene til Sveits være av nytte. Siden 1973 har Sveits hatt en flytende franc (CHF). Men sveitserfrancen har holdt seg rimelig stabil mot tyske mark; i intervallet 0,80-0,95 CHF/DEM siden 1978. Det har gitt så stor troverdighet til den fremtidige kjøpekraften av CHF at rentenivået tidvis har ligget lavere i Sveits enn i Tyskland.

Alternativ A5 innebærer at norske myndigheter ikke har

noen fast oppfatning av hva valutakursen bør være. I sin ytterste konsekvens innebærer dette at Norges Bank helt ut kan kvitte seg med sine valutareserver, og la tilbud av og etterspørsel etter NOK mot utenlandsk valuta være privat sektors domene alene.

En slik politikk er helt urealistisk. Faktisk er det slik at de forventninger økonomer på 1960-tallet hadde, om at overgang fra fast til flytende kurs ville dempe sentralbankers oppbygging av internasjonale reserver, blitt gjort kraftig til skamme. Uansett omfanget av et lands valutareserver synes de fleste land interessert i å øke dem.¹

Flytende valutakurser har ikke gitt den isolasjon mot omverdenen som professor Milton Friedman i 1953 tenkte seg. Kapital, som er mobil over landegrensene, sørger for det. En noe større grad av autonomi i rentepolitikken kan man nok skaffe seg om myndighetene ikke bryr seg om konsekvensene for valutakursen. Men det er neppe hensiktsmessig å ta sikte på å oppnå et bestemt rentenivå uten å skjele til hva landets penger blir verd målt i andre lands penger.

Alternativ A5 kan illustreres av New Zealand. Som ledd i en meget omfattende liberalisering av økonomien, lot New Zealand sin valuta flyte fritt i mars 1985. I 1989 fikk landet en ny lov for sentralbanken (Reserve Bank of New Zealand). Bankens målsetning er uttrykt i artikkel 8 i loven:

«The primary function of the Bank is to formulate and implement monetary policy directed to the economic objective of achieving and maintaining stability in the general level of prices.» (Sitat fra SOU 1993:20, s. 264).

Med prisstabilitet forstås for tiden at endringen i konsumprisindeksen skal være mellom null og to prosent pr. år. For å kunne innfri denne målsettingen, er sentralbanken gitt stor makt. Statsministeren kan gi direktiv om at Banken skal innrette sin virksomhet mot et annet mål enn prisstabilitet. Et slikt direktiv kan vare i maksimalt 12 måneder, dog således at det kan forlenges med ytterligere tolv månedersperioder.² Om inflasjonen går utover den fastsatte målsone, mister sentralbanksjefen jobben. Med en årlig prisstigningstakt på omlag 1% i 1992, har New Zealand samme sjef i sentralbanken i 1993 som året før.

Erfaringene med den nye Reserve Bank Act i New Zealand er, så langt, rimelig positive. Med en forskyvning av makt fra utgiftsivrige politikere til påholdne sentralbankfolk, har troverdigheten av at landet skal lykkes i å dempe inflasjonen, for deretter å holde den nede, økt. Fra teorien vet vi at de realøkonomiske kostnadene ved å redusere inflasjonen blir mindre når forventningene til den fremtidige prisstigningen samtidig faller. Den arbeidsledigheten som New Zealand fortsatt sliter med, ville trolig vært større dersom ikke lønnstilleggene de senere år hadde vært basert på den moderate prisstigningen som landet har oppnådd.

Kursregime og kontroll med kapitalbevegelsene

Med fast kurs og kontroll med kapitalbevegelsene (alternativene B1, B2 og B3) blir det rom for noe større auto-

mi i rentepolitikken. Det blir lettere å holde valutakursen fast, det være seg mot ECU (alternativ B1) eller en kurv av ECU og USD (alternativ B2), når kapitalens mobilitet begrenses. Norsk inflasjon må likevel holdes på linje med fastkurspartnernes. I motsatt fall vil den faste kursen miste troverdighet. Og når aktørene i markedet ser at myndighetene åpenbart er tjent med en endring i valutakursen, vil det bli et press i den retningen. En viss selvstendighet i rentepolitikken gir således ikke rom for en særegen norsk inflasjon.

Hvordan alternativ B3, en egen norsk «oljekurv», eventuelt ville virke, kan man ha ulike oppfatninger om. Den usikkerheten som dermed oppstår hva gjelder NOKs verdi versus andre lands valutaer, kunne gjøre det vanskeligere å holde det norske rentenivået lavere enn utlandets. Sagt på annen måte, kontrollen med kapitalbevegelsene måtte i så fall være meget god.

En annen konsekvens av B3 (og A3) er at norsk inflasjon kan bli vanskeligere å holde i tømme. Om en svekket oljepris gjør at utenlandsk valuta blir 10% dyrere målt i NOK, vil det fort gi inflatoriske effekter innenlands. Hensynet til et stabilt innenlandsk prisnivå vil, alt annet like, tilsi at mengden av olje i kurven reduseres. Med mindre olje i kurven vil f. eks. et prisfall på olje gi mindre depresiering av NOK mot andre valutaer. Og inflasjonsimpulsen av en lavere kroneverdi svekkes. I tillegg vil lavere oljepris i seg selv virke dempende på det generelle prisnivået.

På den annen side er det vel kjent at i en liten åpen økonomi som er utsatt for terms of trade shocks, vil flytende snarere enn fast valutakurs virke stabiliserende på samlet produksjon og sysselsetting (Bludell-Wignall & Gregory 1990). Idéen med «oljekurv» er en automatiske tilpasning i verdien på NOK målt mot andre valutaer, kombinert med at kronen holder fast kjøpekraft overfor en kurv bestående av både valutaer og olje. Om det langsiktige perspektiv blir preget av ustabile oljepriser, er det mulig at en egen norsk «oljekurv» vil være mer troverdig enn et fastkurssystem der bare andre lands valutaer inngår.

«Troverdigg» flyt, kombinert med kontroll med kapitalbevegelsene (alternativ B4), vil gjøre det lettere for myndighetene å holde en relativt stabil internasjonal verdi på den norske kronen. Også en fri flyt av NOK (alternativ B5) vil trolig gi mindre volatilitet i valutakursen når kapitalmobiliteten begrenses. Ettersom volatiliteten under flytende kurs er langt større enn svingningene i de underliggende realøkonomiske variable skulle tilsi (Flood & Rose 1992), kan det neppe være annet enn en fordel at frie valutakurser blir noe mindre preget av umotiverte hopp og sprett.

Sammenfatningsvis fører fri flyt av kapital til at en fast kurs kan bli mer strevsom å holde fast, og en flytende kurs kan bli mer volatil, enn om det er noe «sand i maskineriet» hva gjelder flytting av penger mellom land.

Deltakelse i EMU

Deltakelse i EMU (European Monetary Union) innebærer en felles europeisk valuta. Da forsvinner rasjonale for

kontroll med kapitalbevegelser – og derfor intet B6 alternativ i tabell 1.

Etableringen av en eventuell europeisk monetær union ligger et godt stykke frem i tid. En mengde kriterier innen EF-landene må oppfylles for at EMU skal bli en realitet. Og den politiske viljen må være til sted. Etter Delors-planen skal EMU være på banen senest innen 1999. Ved at svingningsmarginene for de gjenværende ERM-valutaene, unntatt nederlandske gylden og tyske mark, ble utvidet fra $\pm 2,25\%$ til $\pm 15\%$ den 2. august i år, er EMUs fremtid mer usikker. Om EMU etableres, blir det trolig senere enn vedtatt i Maastricht ved juletider 1991.

Videre er det et åpent spørsmål om Norge tar steget inn i EF. Uten EF-medlemskap er det vanskelig, om enn kanskje ikke umulig, å tenke seg NOK som del av EMU. Selv som medlem i EF kan det tenkes at vi gjør som briter og dansker; reserverer oss mot å være med i den monetære union.³

Hva vil en eventuell deltakelse i EMU innebære? I sin mest komplette versjon fører EMU til felles valuta i de deltagende land.⁴ Da blir ECU valutaen for EF-landene, som dollaren er det for statene i USA. Som Texas og California har den samme dollaren, vil Norge og Frankrike ha den samme ecuen. Valutapolitikk opphører å eksistere i det enkelte land. Pengepolitikk opphører å eksistere i det enkelte land.

Om Norge skulle komme med i EMU, vil det stille økt krav til fleksibiliteten i arbeidsmarkedet, både hva gjelder den fysiske og yrkesmessige mobiliteten, og hva gjelder variasjoner i lønninger. Den solidariske lønnspolitikken får trangere kår når landet mister muligheten til å endre valutakursen.

Realpolitisk vurdert er det imidlertid mye som tyder på at vi, ved å tillate fri flyt av kapital over landegrensene, allerede har mistet det meste av frihetsgraden i såvel pengepolitikken som i valutakurspolitikken. Selv med flytende kurs er norsk rente i hovedsak bestemt i utlandet, gitt at vi ikke vil kjøpe en kortsiktig stimuleringslinje, med tilhørende inflatoriske virkninger.

Dersom EMU etableres, og *dersom* Norge blir med i EF, kan deltakelse i EMU være en egnet valutapolitisk beslutning. I så fall også den siste.

Som deltaker i EMU forsvinner problemet med spekulasjon mot NOK. Mer presist, dette problemet forsvinner i relasjon til Europa. På samme måte som flytting av penger fra Texas til California ikke rokker dollarens stilling noe sted, vil ikke flytting av penger fra Norge til Frankrike bety noe for ecuens eksterne verdi i noen av landene. Men for EF sett under ett kan selvfølgelig spekulantene skape problemer med den «riktige» kursen for ECU mot USD og mot JPY (og etter hvert mot kinesiske yuan).

En viktig oppgave blir å sørge for at NOK konverteres til ECU til en riktig kurs. For å sikre oss et godt utgangspunkt rent konkurransemessig vil det være fristende å la kronen svekke seg noe før en eventuell inntreden i EMU. Å la en valuta låses til «noe» på en for sterk pris, er dumt. Faktisk så dumt at Sir Winston S. Churchill i sin tid uttalte at den største bommerten i hans liv var å gjeninnføre gullstandar-

den (som Chancellor of the Exchequer i Storbritannia i 1925, se Lord Moran 1966, s. 239). Tabben lå i at pundet dermed ble omlag 10% overvurdert, med tilhørende problem for britisk næringsliv i de etterfølgende år.

Et todelt valutamarked

Faktisk har Norge erfaringer med et to-delt valutamarked; det såkalte «security-markedet» var i funksjon i årene 1966-1984. I og med at prisen på «security-dollar» var oppe i over 10 kroner i 1968, samtidig som dollar anvendt for transaksjoner over driftsbalansen kostet 7,14 kr, må skottene ha vært temmelig vanntette mellom de to markedene, den gangen.⁵

Forutsatt at det også nå er praktisk mulig å skille valuta-transaksjoner som har med kapitalbevegelser å gjøre, fra transaksjoner som har med handel å gjøre, kan gode argumenter anføres for et «two-tier foreign exchange market». I et slikt regime ville alle finansielle plasseringer – det være seg nordmenn som kjøper utenlandske fordringer eller utlendinger som kjøper norske – finne sted i et fritt, åpent marked som holdes adskilt fra valutamarkedet for kommersielle transaksjoner. I dette markedet flyter kronen fritt. For transaksjoner i forbindelse med internasjonal handel gjelder en fast valutakurs, f. eks. at 8,30 NOK alltid skal kjøpe 1 ECU.

Ved et slikt system tar man konsekvensen av at to ulike sett av krefter virker på valutakursen, kapitalbevegelser og handel, og lar dem ha hvert sitt delmarked å virke i. Kravet til moderat inflasjon, for å beholde troverdigheten av den faste kursen, står ved lag. Men når flytting av kapital ikke tillates å virke på denne kursen, skulle det bli større rom for at rentenivået i Norge ikke slavisk trenger å følge rentenivået hos fastkurspartnerne. Pengepolitikken gjenvinner noe av sin autonomi.

I et slikt regime står det selvsagt Norges Bank fritt å delta i kapitalmarkedet. Myndighetene kan ha en mening om hva den flytende kursen bør være, og kan opptre som kjøper eller selger av fordringer i utenlandsk valuta. Men Norges Bank vil bare ha *plikt* til å intervenere i det andre markedet, dvs. se til at den faste kursen for kommersielle transaksjoner (dvs. som har med handel å gjøre) ligger fast.

Det er to problem med et slikt regime. For det første, hvorvidt det i praksis lar seg gjennomføre. At et lite «security-marked» fungerte i 1960-årene, er ingen garanti for at et stort vil fungere i 1990-årene. I bl.a. Belgia har man også erfaringer med et to-delt valutamarked. Men der ble spredningen mellom de to kursene mot dollar aldri mer enn 3%. Hypotesen er at med 3% differanse var aktørene villige til å ta risikoen ved å omgå reglene.

Det andre problemet er at et to-delt valutamarked vil Norge formodentlig være alene om å innføre. Det kan ta seg underlig ut – nærmest virke litt bakstreversk. Dessuten er det ikke godt i forkant å overskue alle virkninger et slikt system kan tenkes å få. Usikkerheten kan dermed virke som en effektiv hemsko for å innføre et system som kanskje har mye for seg.

Tabell 1 kan sees som en meny for valg av norsk valutapolitikk. Hva skal man forsyne seg med på kort og lang sikt? Og hvilke forhold forøvrig må være på plass for at den fra menyen valgte rett skal være næringsrik og velsmakende?

Kort sikt

På kort sikt er det lite som peker i retning av en gjeninnføring av kontroll med kapitalbevegelsene. Gitt frie kapitalbevegelser synes dagens regime, «troverdig» flyt (A4), vel egnet. Så lenge norsk inflasjon holder seg under 4-5%, oljeprisen rundt 15-20 USD og prisen på 1 USD rundt 1,50-2,00 DEM er det trolig at NOK forblir rimelig stabil mot ECU. En pris på 8,25-8,50 NOK pr. ECU gir en egnet valutapolitisk ramme for norsk næringsliv.

Men hvis f.eks. 8,30 NOK pr. ECU ansees som passende, hvorfor ikke låse kronen til denne kursen, eventuelt $\pm 2,25\%$? I så fall velges A1 fra menyen snarere enn A4. Selv om Storbritannia og Italia igjen skulle gå med i ERM og roen atter senke seg over EMS, kan Norge likevel være tjent med bibehold av «troverdig» flyt. Poenget er at eksogene sjokk lett kan svekke tilliten til en fast valutakurs. Sett at oljeprisen faller med 4-5 dollar, uten at dette «motvirkes» av en styrkning av dollar mot ECU. Det kan da oppstå et *enveis* press i valutamarkedet; «alle» aner seg en nedskrivning av NOK. Spekulantene anser risikoen for liten, noen oppskrivning er helt utenkelig, og et massivt salg av NOK, på spot- så vel som på terminmarkedet, starter. For å unngå en nedskrivning må renten settes kraftig opp. Og ettersom skyhøye renter er noe vi vanskelig kan leve med over tid, kan en devaluering, eventuelt ny flyt, av NOK, tvinge seg frem.

En situasjon der oljeprisen går kraftig ned, er trolig lettere å håndtere med en flytende krone. For det første kan man mer u dramatisk la prisparameteren valutakurs bidra i den omstillingsprosess som lavere oljepris fremtvinger. Om NOK svekkes mot ECU med omlag like mange prosent som prisen på olje svekkes i dollar, bedres konkurranseevnen for K-næringene i Norge. Denne bedringen trenger vi når deler av oljeinntektene faller bort.

For det andre, når kronen har mistet noen prosent av sin eksterne verdi, blir det ikke lenger ensidige forventninger til den fremtidige kronekursen; den kan like gjerne bli høyere som lavere. Dermed dempes spekulantenenes interesse for et *enveis* «kjør» mot vår valuta. Og oppgaven med å stabilisere økonomien i kjølvannet av et negativt skift i bytteforholdet mot utlandet lar seg lettere løse.

Mot denne argumentasjonen kan innvendes at når en flytende NOK først tar til å synke, vil inflasjonsvirkningene av en billigere krone kunne føre økonomien inn i en ond sirkel; et stigende prisnivå bereder grunnen for ytterligere svekkelse av kronen osv. For å unngå en slik utvikling kreves troverdighet i stabiliseringspolitikken. Slik troverdighet kan oppnås om myndighetene har etablert en *prisnorm* som anker; f. eks. at den årlige veksten i konsumprisindeksen skal være mellom null og tre prosent.

Troverdigheten av et slikt anker blir større om myndighetene eksplisitt uttaler at lav prisstigning skal virke som en bindende rettesnor for den økonomiske politikken. Om Norges Bank samtidig ble instruert om å føre en pengepolitikk hvis mål var en inflasjon godt under tre prosent, ville troverdigheten av en prisnorm ytterligere styrkes (kfr. New Zealand).

For at en lavere oljepris skal ha minst mulig virkning på sysselsettingen, er det nødvendig med en utbredt forståelse av hva som skjer; nemlig at den realdisponible inntekt for Norge blir klart mindre enn forventet. Det stiller krav til tilpasning på mikronivå. I den forbindelse ville et system for inntektsfastsettelse som i noen grad er basert på overskuddsdeling – à la Japan –, være hensiktsmessig.⁶

Med variant A3 i tabell 3 – snarere enn A4 – byttes prisnorm som anker, under flytende valutakurs, ut med ankeret fast valutakurs, hvori inngår en passende mengde olje. Men virkningene for den norske kronens kjøpekraft overfor andre valutaer, så vel som for innenlandsk prisstigning, trenger ikke å bli så ulike, ved en slik endring i ankerfeste for stabiliseringspolitikken.

Forskjellen mellom fast kurs (A1 eller A2) og «troverdig flyt» (A4) er mindre enn «what meets the eye». En fast kurs, *som er ment å forbli fast*, har som konsekvens at norsk inflasjon må være på linje med fastkurspartnernes. Ved lavere oljepris eller andre sjokk som gir forverret bytteforhold mot utlandet, må den innenlandske pris- og kostnadsstigningen dempes ytterligere. På den måten kan vi ved økt volum delvis kompensere hva vi taper i redusert pris ved salg av varer og tjenester til utlandet.

Ved «troverdig» flyt (A4) er rekkefølgen motsatt; gitt en vellykket prisstabilisering (f.eks. maksimum tre prosent inflasjon) legges forholdene til rette for at en flytende kurs også er en stabil kurs.

Sammenfatningsvis «anbefaler» vi A4 fremfor A1 på kort sikt. Gitt fri kapitalmobilitet kan et fastkursregime være vanskeligere å håndtere enn et flytende kurs.

I realiteten innebar beslutningen av 10. desember 1992 at NOK fløt relativt fritt et par, tre uker, for deretter *uformelt* å bli styrt innen et passende intervall rundt kursen 8,30 NOK = 1 ECU. Den eneste forskjellen fra en beskjedne devaluering er at vi har frigjort oss fra et selvpålagt krav om at ECU-prisen skal variere innen grensene $\pm 2,25\%$, fra en ny sentralkurs. Ved å ha frigjort norsk valutapolitikk fra denne bindingen har troverdigheten av at den valgte linje lar seg gjennomføre, blitt styrket, samtidig som risikoen ved private aktørers spekulasjon mot NOK er blitt større. Og vi har fått en frihetsgrad til i den økonomiske politikken; nemlig i en kritesituasjon hurtig og relativt u dramatisk å kunne akseptere en endring i kronekursen (mot ECU).

Lang sikt

Når tidshorisonten utvides, blir også mulighetsområdet større. Dersom det internasjonale samfunn ser seg tjent med å legge begrensninger på flytting av penger mellom land (og valutaer), blir det mer rom for en selvstendig etterspør-

selsregulering i det enkelte land. Muligheten for å holde en fast valutakurs, uten dermed helt slavisk å måtte ha samme rente som fastkurspartnerne, blir større. For norsk valutapolitikk blir fast kurs mot ECU mer attraktiv under regulerte kapitalbevegelser.

I det lange perspektiv kan også deltakelse i EMU bli aktuelt. Dess flere land som går med i EMU, dess mer interessant vil det være for Norge også å bli med. Den største fordelene ved å være med ligger i fravær av valutarisiko i det økonomiske samkvem med de andre EMU-landene. Den største ulempen har med tap av frihetsgrad å gjøre. Om Norge skulle rammes av et økonomisk sjokk som ikke de øvrige EMU-landene opplever tilsvarende, ville det være gunstig å kunne endre valutakursen for på den måten bedre å tilpasse seg en ny situasjon.

Det åpenbare eksemplet er et markant fall i oljeprisen. Lavere oljepris gjør nordmenn fattigere. Det blir behov for en nedjustering av reallønningene. Men vi vet at lavere nominelle lønninger er særdeles vanskelig å få til. Gjennom en devaluering, med tilhørende prisstigning, er det imidlertid mulig å få til senket reallønn, med bibehold av uendrede (eller svakt stigende) nominelle lønninger.

Vurdering av EMU for Norge går bl.a. på hvilken sannsynlighet man tillegger en varig nedgang i oljeprisen. Med stor sannsynlighet for en slik utvikling, med liten tro på fleksibilitet i nominelle lønninger, og med moderat mobilitet i arbeidsmarkedet, blir norsk deltakelse i EMU risikofylt. På den annen side, om Norge – dagens gallup til tross – går med i EF, og Maastricht-kravene til inflasjon, nominell rente og statsfinanser for deltakelse i EMU er tilfredsstillende, er det vel trolig at vi blir med i «klubben».⁷

Et to-delt valutamarked, der kapitaltransaksjoner har gjennomslag for en flytende kurs, mens handel i varer og tjenester gjøres til en fast kurs, krever analyser og utredninger utover hva som nedfelles i denne artikkelen. Det samme kan sies om en egen norsk «oljekurv» til hvilken den norske kronen skal holde fast verdi. Et tredje spørsmål er hensiktsmessigheten av tiltak som kan dempe kapitalens internasjonale mobilitet. Her er antydning tre spennende forsknings- og utredningsoppgaver som egnede miljøer i Norge tilbys å ta tak i.

Sammenfatningsvis ser vi for oss at Norge holder fast på «troverdige» flyt i de nærmeste par årene. Etter den tid vil spørsmålet om deltakelse i EMU kunne bli reist. Om Norge nøyer seg med en EØS-avtale uten å gå med i EF, kan det bli aktuelt på ny å binde NOK til ECU. En vellykket europeisk monetær union øker sjansen for dette. Likeledes vil begrensninger på kapitalens internasjonale mobilitet gjøre en tilbakevending til et fastkurssystem mer attraktivt.

REFERANSER:

- Adams, C. & Greenwood, J. (1985), «Dual exchange rate systems and capital controls: An investigation», *Journal of International Economics*, s. 43-63
 Blundell-Wignall, A. & Gregory, R. G. (1990), «Exchange rate policy in advanced commodity-exporting countries: The case of Australia and New Zealand», OECD Working Paper No. 83
 Dornbusch, R. (1988), «The European Monetary System, the dollar and

the yen», i Giavazzi, F., Micossi, S. & Miller, M. (red.), *The European Monetary System*, Center for Economic Policy Research, Cambridge University Press, New York

- Emerson, M. & Huhne, C. (1991), *The ECU report*, Pan Books, London
 Gros, D. & Thygesen, N. (1992), *European Monetary Integration. From the European Monetary System to European Monetary Union*, Longman, New York
 Hanke, S.H., Jonung, L., & Schuler, K. (1991), *Monetary reform for a free Estonia. A currency board solution*, SNS Förlag, Stockholm
 Isachsen, A. J. (1980), «Norsk valutapolitikk og fremtidig kapitaleksport»; *Bergen Bank Kvartalskrift*, nr. 3
 Lord Moran (1966), *Winston Churchill. Kampen for å overleve*, Gyldendal, Oslo
 Nielsen, J. U., Heinrich, H., & Hansen J. D. (1991), *An economic analysis of the EC*, McGraw Hill, London
 SOU 1993:16, Nya villkor för ekonomi och politik, Finansdepartementet, Stockholm
 SOU 1993:20, Riksbanken och prisstabiliteten, Finansdepartementet, Stockholm
 Weitzman, M. L. (1984), *The share economy. Conquering stagflation*, Harvard University Press, Massachusetts

NOTER:

- ¹ Fritz Machlup kalte denne observasjonen «Mrs. Machlup's wardrobe problem». Uansett hvor mange kjoler fruene hadde, var det alltid behov for å skaffe seg flere.
- ² I SOU 1993:20, «Riksbanken och prisstabiliteten», legges det opp til noe tilsvarende i Sverige: «Målet för Riksbanken bör enligt utredningens förslag vara att värna penningvärdet.» (s. 15) Hensikten med å la Riksbanken ha pengeverdien, eller inflasjonsbekjempelse, for øyet, er; «... att förbättra måluppfyllelsen för den av riksdagen beslutade ekonomiska politiken som helhet.» (s. 15)
- ³ Om Norge ikke går med i EMU kan en «syntetisk» tilpasning basert på etableringen av et «Currency Board» være et aktuelt alternativ. Et slikt system innebærer at Norges pengesystem blir som om vi hadde ECU som innenlandsk betalingsmiddel. Norges Bank får til oppgave å veksle kroner mot ecu til en helt fast pris. Og sentralbankens kjøp og salg av valuta blir helt utdeterminert av privat sektor. Det blir intet rom for en egen penge- og valutapolitikk. Imidlertid vil Banken ha glede av den seigniorage som ligger i oppgaven å utstede sedler og mynt.
 Hong Kong har gode erfaringer med et slikt system, basert på helt fast binding til amerikanske dollar. Tilsvarende har Luxembourg sin franc bundet i et 1:1 forhold til belgiske franc. For en nærmere drøfting av «Currency Board», se Hanke m.fl. (1991).
- ⁴ Et alternativ til en felles valuta er at de deltakende land innfører ugjenkallelige og helt faste valutakurser seg imellom. Rent analytisk fungerer dette på samme måte som én felles valuta, kfr. Hicks' begrep sammen-satt gode. For en nærmere gjennomgang av EMU, se Emerson & Huhne (1991), Nielsen, Heinrich & Hansen (1991) og Gros & Thygesen (1992).
- ⁵ Se Isachsen (1980) for en nærmere diskusjon av norsk kapitaleksport og et to-delt valutamarked. Adams & Greenwood (1985) finner at et to-delt valutamarked er ekvivalent med kontroll på kapitalbevegelser, på samme måte som standard handelsteori anser at toll og kvoter er ekvivalente. Dornbusch (1988) mener at løsningen med et to-delt valutamarked har fått for lite oppmerksomhet. Fordelen med et slikt system, hevder Dornbusch, er at pengepolitikk kan fristilles for å løse innenlandske økonomiske oppgaver. Og viktigere, med et to-delt valutamarked oppnår man «... the removal of asset market disturbances from interference with goods flows.» (s. 38)
- ⁶ Se Weitzman (1984) for interessante betraktninger omkring alternative måter å dele verdiskapningen i bedriftene på.
- ⁷ I den svenske Ekonomikommisjonen utredning (SOU 1993:16) sies det at medlemskap i EMU vil være «positivt i förhållande till vår nuvarande situation – åtminstone ur snäv penningpolitisk synpunkt.» Men det legges til at det kanskje er tilråddig «att skjuta på beslutet om att delta i valutaunionen till ett sent stadium av förhandlingarna om EG-medlemskap.» (s. 39)

PETTER JAKOB BJERVE:

Feilslegen politikk?

Analyse og vurdering av den makroøkonomiske politikken i 1986-1992¹

Ut frå omsynet til økonomisk vekst kan det hevdast at den makroøkonomiske politikken i tidsrommet 1986-1992 var for stram i dei første åra, at omlegginga til ein ekspansiv politikk kom noko for seint, at denne politikken ikkje var sterk nok og at grunnen til det først og fremst var fastkurspolitikken. Dei negative verknadene av tilstramminga vart større enn venta og dei positive verknadene av ekspansjonspolitikken mindre enn venta, etter nasjonalbudsjettet å dømme.

Problemstilling og opplegg

Norge hadde i 1992 seks prosent lågare disponibel realinntekt enn i 1985, då eit maksimum vart nådd. Gjennom sju år hadde såleis det realøkonomiske grunnlaget for levestandarden gått vesentleg ned. Denne nedgangen er eit dramatisk brott med utviklinga tidlegare i etterkrigstida. Kva er årsakene til dette?

Eit enkelt svar kan ein finne ved å rekne ut kor sterkt endringar i bytehøvet andsynes utlandet, i nettooverføringar av inntekt til utlandet og i nettonasjonalproduktet verka inn. For heile tidsrommet får ein då at forverringa av bytehøvet i årleg gjennomsnitt verka til å minke den disponible realinntekta med 2,4 prosent og overføringane med vel 0,2 prosent, medan veksten i nettonasjonalproduktet auka denne inntekta med 1,7 prosent (Nasjonalbudsjettet 1993, s. 151). Nettoverknaden vart såleis -0,9 prosent årleg eller om lag -6 prosent i alt for åra 1986-1992. Men årsakssamanhengane er meir innfløkte enn dette.

Særleg er det grunn til å sjå nærare på korfor veksten i nettonasjonalproduktet ikkje motverka forverringa av bytehøvet meir. Dette kan klårleggjast ved å analysere årsakene til at volumet av bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge auka uvanleg lite. I 1986 var denne auken så høg som 3,4 prosent over året før, men for åra etter var gjennomsnittet av vekstratane -0,1 prosent. For åra 1986-1992 under eitt var gjennomsnittet 0,4 prosent mot 3,1 prosent for dei føregåande sju åra.

Verknadene av ulike faktorar som påverka veksten, er analyserte i dei neste tre bolkane. Deretter er spørsmålet reist om veksten vart som venta. Til slutt er det gjort ein freistnad på å vurdere den makroøkonomiske politikken.

Samkvemmet med utlandet

Forverringa av bytehøvet verka til å minke den disponible realinntekta i dei fleste av åra 1986-1992. I 1986

var verknaden ei minking på heile 10 prosent frå året før, først og fremst som følgje av eit sterkt fall i kroneprisen på råolje. Berre i 1989 og 1990 var verknaden positiv. Dessutan førte forverringa til at den makroøkonomiske politikken måtte strammast til meir enn elles naudsynt. Tapet av vekst som følgje av dette kan indirekte seiast å skrive seg frå bytkehøvet.

Våren 1986 hadde konkurranseevna forverra seg gjennom fleire år. Konsumprisane var vel seks prosent høgare enn året før, medan prisstiging i viktige konkurrentland hadde minka. I dei sju største OECD-landa var såleis konsumprisauken frå året før berre 2,5 prosent.

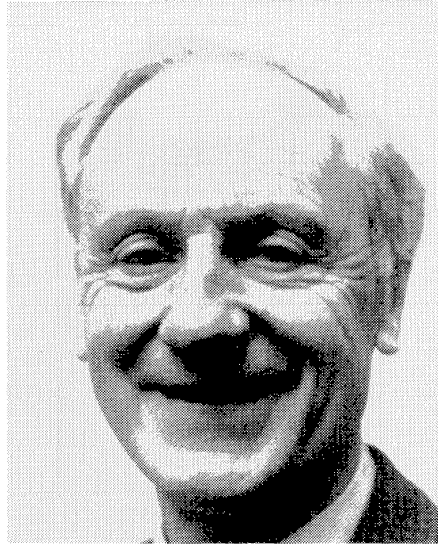
Den sterke forverringa av både bytkehøvet og konkurranseevna bar i seg at eit stort driftsoverskott andsynes utlandet i 1985 ville bli avløyst av eit stort underskott i 1986. Det var difor ikkje merkeleg at spekulasjonar mot krona gjorde det vanskeleg å halde kronekursen oppe.

På den andre sida vart veksten fremja av ein internasjonal oppgangskonjunktur som varte til 1990, og som var særleg sterk i 1987 og 1988. Etter at eksporten utanom råolje og gass hadde gått ned frå 1985 til 1987 – særleg som følgje av dårleg konkurranseevne og sterk vekst i innanlandsk ressursbruk som konkurrerte med eksport – gjekk denne delen av eksporten opp med vekstrater frå 3,4 prosent over året før i 1988 til heile 10,6 prosent i 1990. Konkurranseevna hadde då vorte betra frå og med 1989. Det internasjonale konjunktururomslaget i 1990 førte til at eksportveksten vart vesentleg mindre i 1991 og moderat i 1992. Likevel er det klårt at for åra 1986-1992 under eitt kan den veike veksten i fastlandsproduksjonen ikkje tilskrivast konjunkturutviklinga i utlandet.

Veik innanlandsk etterspurnad derimot hemma veksten i ein stor del av dette tidsromet. I kvart av åra 1987-1991 gjekk såleis innanlandsk bruk av varer og tenester ned frå året før; i 1988 og 1989 med kring 3 prosent. I 1992 auka bruken på ny, men ikkje meir enn 1,5 prosent.

Innanlandske impulsar

I somme av åra 1986-1992 vart den innanlandske ressursbruken påverka av to slag impulsar. Det eine slaget var meir eller mindre kraftige investeringssyklar, som byrja å stige i første halvparten av 1980-åra og som slo om i nedgang i 1986 eller seinare. Det andre slaget var ein særskild investeringsnedgang for oljeutvinning, elek-



Petter Jakob Bjerve vart cand. oecon 1941 og dr.philos ved universitetet i Oslo 1962.

Han var universitetsstipendiat ved universitetet i Oslo 1945-49, byråsjef i Finansdepartementet 1945-47, direktør i Statistisk Sentralbyrå 1949-1980, Visiting professor ved Stanford University 1954-55 og finansminister 1960-63. Han har vore rådgjevar i økonomiske og statistiske spørsmål i ei rekke utviklingsland.

trisitetsforsyning, raffineringsindustri og etter 1988 for kommunal forvaltning. Begge slaga, og særleg nedgangen for dei kraftigaste investeringssyklane, forplanta seg gjennom økonomien slik at inntekter, privat konsum og nyinvestering vart samansnørte. Samansnøringa vart etter kvart forsterka av prisfall, særleg på varig realkapital, og av ei bankkrise som minska kredittgjevinga og verka med til at både foretak og konsumentar lei tap som atter minska ressursbruken deira.

Investeringssyklane hadde i høg grad opphav i ein kraftig kredittektspansjon som følgje av at det i 1983 vart lagt tak på korttidsrenta samstundes som dei direkte kredittreguleringane etter kvart vart avvikla. Bankane kunne då finansiere utlån til marknadsrente ved å ta opp billige korttidslån i Norges Bank, som på si side måtte auke utlåna sine så mye som naudsynt for at den politiske fastlagde korttidsrenta ikkje skulle stige. Denne kredittfinansierte investeringsauken var særleg sterk for fast eigedom og annan langvarig realkapital, som etter kvart steig meir og meir i pris. Mellom anna fordi eit framhald

av denne prisstiging vart venta, gav bankane nye lån utan, eller utan stor nok pantetrygging. Slik vart det nærmast ein eksplosjon i både kreditten og realinvesteringane, som før eller seinare måtte slå om i fall.

For mange slag fast realkapital slo investeringsauken om i nedgang i 1986 eller 1987. For langvarig kapital varte nedgangen i mange år. Det gjaldt både investeringar i somme slag produksjonskapital, som driftsbygg og fly, og i konsumkapital slik som bustader og bilar. For einskilde slag heldt nedgangen fram jamvel etter 1992. Nedgangsfasen for desse investeringsyklane måtte bere i seg ein meir eller mindre sterk nedgang i den innanlandske ressursbruken.

For fleire slag langvarig realkapital vart investeringsnedgangen sjølvforsterkande som følgje av prisfallet. Medan prisane på brukt realkapital av dette slaget stort sett steig berre til 1988, då ein sterk prisnedgang tok til, heldt prisane på tilsvarande nyproduserte kapitalgode fram å stige, om enn i mindre og mindre monn. Slik auka prispapet mellom nye og brukte kapitalgode og hemma både nyinvesteringar (særleg i prosjekt som kravde bygg og anlegg) og omsetnaden av brukt realkapital. I 1992 var prispapet stort sett vesentleg mindre enn i 1988, men framleis var det så stort at det på mange område hemma nyinvesteringar.

I Eika (1993) er det offentleggjort overslag over verk-

nadene på sysselsettinga av den særskilde investeringsnedgangen. Desse syner at i oljeutvinning verka investeringsnedgangen til at arbeidsløysa auka med mellom 0,5 og 0,7 prosentpoeng i åra 1989-1991. Investeringsnedgangen i elektrisitetsforsyning og raffineringsindustri verka til at arbeidsløysa auka med mellom 0,4 og 0,7 prosentpoeng i åra 1988-1991. Til saman svara verknadene for om lag halvparten av auken i arbeidsløysesprosenten for desse åra.

Tilsvarande overslag kan gjerast for verknadene på bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge. Desse syner for dei tre sektorane til saman at impulsverknadene av den særskilde investeringsnedgangen utgjorde tilnærma ein tredjedel av det årlege tapet av økonomisk vekst som Fastlands-Norge hadde i åra 1988-1991 samanlikna med den gjennomsnittlege veksten i åra 1976-1988. Dei andre to tredjedelane må tilskrивast årsaker som til dømes den sykliske investeringsnedgangen og den makroøkonomiske politikken. Verknadene på sysselsettinga og produksjonen av nedgangsfasen for investeringssyklane er det ikkje gjort overslag over, men slike overslag kunne òg vere opplyssande.

Makroøkonomisk politikk

I åra 1986-1988 verka den makroøkonomiske politikken på fleire måtar til å minke den innanlandske ressursbruken. Kroneverdet vart skrive ned med 10 prosent i mai 1986, med prisstigingar til følgje. Rentenivået vart heva og frå slutten av 1986 styrt så høgt som naudsynt for å halde valutakursane fast på nivået etter kronenedskrivinga. Finanspolitikken vart stramma til både for 1986, 1987 og 1988, mellom anna ved at rentefrådraget ved skattlegginga vart gradvis redusert slik at realrenta etter skatt auka meir enn realrenta før skatt. Til saman måtte verknadene av alt dette bli sterke.

Den nominelle renta gjekk opp frå 15,0 prosent i 1986 til 16,9 prosent i 1988. Då prisveksten gjennom året 1988 vart 3,3 prosent lågare enn i 1986, gjekk realrenta før skatt opp med over 5 prosentpoeng i tidsrommet 1986-1988. I åra 1989-1992 gjekk nominalrenta ned til 14,2 prosent, men då prisveksten samstundes vart vesentleg mindre verka realrenteauken truleg like sterkt til å minke den innanlandske ressursbruken som for den føregåande treårsperioden.

Den sterke oppgangen i realrenta kom nærmast som eit sjokk, som det tok tid å kome over. Så seint som i 1989 hadde det enno ikkje vorte klårt for dei fleste foretak og hushald kor store konsekvensar auken i realrenta før skatt burde få for investerings- og konsumåterferda deira. På toppen av dette kom reduksjonane av rentefrådraget. Jamvel utan desse reduksjonane ville ressursbruken truleg ha minka, trass i den ekspansive finanspolitikken som då vart innleidd. Men oppgangen i realrenta etter skatt, i tillegg til realrenta før skatt, forsterka naturleg nok denne återferda.

Auken i realrenta stimulerte mange hushald til å minke konsumet for å kunne betale av gjeld eller auke fordringane sine. Då dei yngre aldersgruppene i gjennomsnitt har nettogjeld og dei eldre nettofordringar, førte renteauken til at dei yngre minska konsumet meir enn dei eldre auka det, mellom anna fordi dei yngre i gjennomsnitt har høgare konsumrate enn dei eldre. Både hushald og foretak vart elles motiverte til å redusere investeringane i realkapital for å kunne investere med større fortene i finanskapital. Slik verka renteutviklinga til å skape nedgang i både privat konsum og realinvestering.

Ein stor del av veksten i realinvesteringane gjennom 1980-åra fram til 1988 – og jamvel ein del av auken i det private konsumet i dette tidsrommet – vart lånefinansiert. Nedgangen i ressursbruken i åra etter har difor vorte tolka som konsekvens av ei gjeldskrise, dvs. at «behovet for å konsolidere gjeld» var drivkraft. Dette er misvisande. Det er ikkje behovet for, men etterspurnaden etter kreditt som kan vere drivkraft, og denne etterspurnaden er først og fremst avhengig av prisen på kreditt, nemleg renta. Hadde realrenta etter skatt halde seg like låg som då låna vart tekne opp i åra før 1986, ville tendensen til å betale av på gjeld ha vorte vesentleg mindre sterk. Det var såleis auken i realrenta etter skatt som motiverte mindre ressursbruk og dermed større gjeldsavbetaling, ikkje omvendt.

For 1987 og 1988 vart finanspolitikken stramma til med 2 prosent av bruttonasjonalproduktet (Nasjonalbudsjettet 1989, s.6). Tilstramminga verka til å minke den innanlandske ressursbruken, særleg det private konsumet, og forsterka såleis den nedgangen som renteutviklinga skapte. Ressursverknaden vart motsett i åra 1989-1992 etter at finanspolitikken var lagt om i ekspansiv lei. Omlegginga verka med til at det private konsumet steig frå og med 1990, men stogga ikkje nedgangen i privat realinvestering på fastlandet. Denne nedgangen heldt fram til og med 1992, trass i den ekspansive finanspolitikken.

For åra 1989-1992 under eitt auka det private konsumet med snautt 0,5 prosent i årleg gjennomsnitt. Den viktigaste årsaka til at auken ikkje vart sterkare, trass i ein ekspansiv finanspolitikk, var truleg den kraftige oppgangen i realrenta etter skatt i dette tidsrommet. Men nedgangsfasen av investeringssyklane for varig konsumkapital, og den formuesnedgangen som prisfallet på slik kapital førte med seg, spela nok òg ei vesentleg rolle.

Etter at LO, NHO og staten tidleg i 1988 slutta ei avtale om lønsmoderasjon samstundes som ei lov om inntektsregulering la tak på lønsauken, vart kostnadsauken vesentleg mindre. Frå våren 1987 til våren 1989 gjekk konsumprisindeksen opp med 6 prosent årleg, men frå våren 1989 til våren 1992 steig indeksen med snautt 4 prosent årleg. Dette skjedde truleg først og fremst fordi tilbodspress avløyste etterspurnadspresset for mange varer og tenester, men inntektspolitikken spela nok òg ei rolle.

Tilstramminga av både penge- og kredittpolitikken og

finanspolitikken i 1986-1988 og oppgangen i valutakursane førte til at importvolumet gjekk ned og importprisane opp både i 1987 og 1988. Samstundes steig eksportvolumet utanom råolje og gass i 1988 etter å ha gått ned i 1987. Dette skjedde mellom anna fordi både kronenedskrivinga og inntektspolitikken auka konkurranseevna og verka til at underskottet på driftsrekneskapen andsynes utlandet gjekk ned frå det høge nivået på 33 milliardar kroner i 1986. I 1989 vart underskottet snudd til eit lite overskott, og for åra 1989-1992 til saman vart det eit overskott på vel 77 milliardar kroner, trass i ei forverring av bytkehøvet. Dei viktigaste årsakene til dette var nedgangen i innanlandsk ressursbruk, ei betring av konkurranseevna og auka oljeproduksjon.

Vart utviklinga som venta?

Overslaga i nasjonalbudsjetta for åra 1987-1992 over bruttonasjonalproduktet og bruken av det gjev uttrykk for kva verknader som vart venta av den makroøkonomiske politikken frå 1986 av. Ei samanlikning mellom desse overslaga og tilsvarande tal frå nasjonalrekneskapen kan syne i kva monn verknadene vart rett vurdert. Men det krev at årsakene til avvik blir klårlagda (Bjerve 1959, s. 51-54).

For 1987 vart auken frå året før i bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge nøyaktig slik som budsjettert. For alle åra etter derimot vart auken mindre enn budsjettert. Desse avvika hang først og fremst saman med at den innanlandske bruken av varer og tenester vart mindre enn budsjettert.

For 1988 gjekk denne ressursbruken ned med heile 3,1 prosent medan det vart budsjettert ein oppgang på 1,2 prosent, dvs. eit avvik på 4,3 prosent. Eksporten utanom råolje og gass auka 5,5 prosentpoeng meir enn budsjettert. Omstillinga frå innanlandsk til utanlandsk bruk av norsk produksjon vart såleis betre enn venta. Det vart ikkje produksjonsutviklinga. Frå 1987 til 1988 gjekk bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge ned med 1,7 prosent medan ein oppgang på 0,4 prosent var venta.

For åra 1989-1992 gjekk den innanlandske ressursbruken ned for alle åra med mellom 1,3 og 3,0 prosent meir enn budsjettert. Eksporten utanom råolje og gass auka meir enn budsjettert. For dette tidsrommet òg vart såleis omstillinga frå innanlandsk til utanlandsk bruk sterkare enn venta. Likevel gjekk bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge i 1989 ned med 2,2 prosent frå året før, mot ein budsjettert nedgang på berre 0,2 prosent, og i 1991 ned med 0,6 prosent mot ein budsjettert oppgang på 2,2 prosent. For dei to andre åra gjekk bruttonasjonalproduktet opp, men noko mindre sterkt enn budsjettert.

Avvika mellom budsjettert og faktisk auke for den innanlandske ressursbruken gjaldt først og fremst bruttoinvestering og privat konsum. Mellom avvik for desse nasjonalbudsjettpostane rår det ein åtferdssamanheng slik at ei overvurdering av bruttoinvesteringane ber i seg

ei overvurdering av produksjons- og inntektsutviklinga og dermed av det private konsumet.

Overvurderinga av investeringane som skjedde for alle år i tidsrommet 1988-1992, så nær som for 1989, kan ha fleire årsaker. Den høge realrenta var ei ny røynsle som truleg førte til at den negative verknaden på investeringane vart undervurdert ved opplegget av den økonomiske politikken. Vidare vart nedgangsfasen for investeringssyklusane kan hende ikkje rekna med i det heile. Impulsverknadene av denne var vanskeleg å identifisere. Den negative verknaden på investeringane som prisskilnaden mellom ny og brukt realkapital fekk, vart nok òg undervurdert, særleg ved utarbeidinga av nasjonalbudsjetta for åra 1989-1992. Endeleg vart den særskilde impulsnedgangen for investeringane i oljeutvinning, elektrisitetsforsyning, raffinering og kommunal forvaltning berre delvis rekna med ved utarbeidinga av nasjonalbudsjettet.

Nedgangen i det private konsumet frå året før i tidsrommet 1987-1989 vart undervurdert og oppgangen i 1991 og 1992 vart overvurdert i nasjonalbudsjettet. Dette kom ikkje berre av dei tilsvarande avvika for bruttoinvesteringane. Konsumentreaksjonen på den sterke oppgangen i realrenta etter skatt og formuesnedgangen vart truleg òg undervurdert. Det er ikkje merkeleg då det tidlegare vart gjort røynsler berre med langt mindre realrenteoppgangar. Den sykliske nedgangen for varig konsumkapital, først og fremst bustader, og formuesnedgangen som følgje av prisfallet på slik kapital, verka dessutan inn. Det tok iallfall tid før dei negative verknadene av dette vart tekne tilstrekkeleg omsyn til ved budsjetteringa av det private konsumet.

Denne samanlikninga mellom nasjonalbudsjett og -rekneskap syner at dei negative verknadene av den makroøkonomiske tilstramminga vart sterkare enn venta og at dei positive verknadene av den ekspansive budsjettpolitikken vart vesentleg mindre enn venta. Analysen av årsakene til desse avvika mellom budsjett og rekneskap kastar lys over korfor politikken ikkje lykkast så godt som vona.

Vurdering

Nedgangen i disponibel realinntekt i åra 1986-1992 skjedde først og fremst fordi bytkehøvet andsynes utlandet forverra seg sterkt og fordi produksjonen på fastlandet steig vesentleg mindre enn normalt. Hadde bruttonasjonalproduktet stege like sterkt som tidlegare i etterkrigstida, ville realinntekta ha gått opp trass i forverringa av bytkehøvet.

Tilstramminga av den makroøkonomiske politikken våren 1986 var utan tvil naudsynt. Den innanlandske bruken av varer og tenester hadde auka sterkare enn produksjonen slik at det vart kjøpepress innanlands og underskott i utanriksøkonomien. Eit drastisk fall i dollarprisen på råolje, forsterka av ein nedgang i dollarkursen, forverra bytkehøvet andsynes utlandet sterkt. Dette verka

både til å auke utanriksunderskottet og til å minske den disponible realinntekta for Norge. Dessutan var prisstiging framleis høg, trass i ein nedgang tidlegare i 1980-åra, og lønsglidinga var uvanleg stor. Konkurransesevna hadde gjennom mange år vorte stendig dårlegare.

Styresmaktene var klår over at ei kombinert tilstramming av penge- og kredittpolitikken og finanspolitikken ville gå ut over veksten i Fastlands-Norge. Det kjem tydeleg fram i nasjonalbudsjetta for 1987-1989. Tilstramminga vart likevel karakterisert som ei «gradvis bremsing» (Bjerve 1989, s. 134). Kritikarar hevda at ei «brå bremsing» ville ha vore betre. Snautt nokon tilrådde mildare brems tiltak. Det var såleis ikkje berre styresmaktene som undervurderte det sterke negative utslaget. Elles var det eit hell at tilstramminga skjedde under ein internasjonal oppgangskonjunktur. Så heldig var ikkje dei landa som måtte gjennomføre ei tilstramming i 1990-åra.

Når den ekspansive politikken vart for veik, kom det delvis av at førebels nasjonalrekneskap for både 1988 og 1989 synte for liten nedgang i bruttonasjonalproduktet. Då finanspolitikken for 1989 vart utforma hausten 1988, vart det rekna med 0,2 prosent nedgang i bruttonasjonalproduktet for dette året. Det var regjeringa tilfreds med. I Nasjonalbudsjettet 1989, som då vart lagt fram, heiter det at det «beholdes om lag samme stramhet i 1989 som i inneværende år» (s.6). Det var først etter at talet på registrerte arbeidslause gjekk kraftig opp i slutten av 1988 at finanspolitikken vart lagt om i ekspansiv lei. (I november 1988 var talet nesten tre gonger større enn i same månad året før.) I stortingsmeldinga om Revidert nasjonalbudsjett, som vart lagt fram våren 1989, heiter det at «I 1989 vil finanspolitikken isolert sett bidra til å øke den innenlandske etterspørsel med knapt 1 1/2 prosent av BNP» (s.8). Hadde regjeringa alt hausten 1988 visst kor sterk nedgangen i bruttonasjonalprodukt for Fastlands-Norge verkeleg kom til å bli ifrå 1987 til 1988, nemleg 1,7 prosent, ville denne omlegginga av finanspolitikken i ekspansiv lei truleg ha vorte gjennomført alt då. Eit misvisande førebels overslag i nasjonalrekneskapen førte såleis til at tilstramminga heldt fram eit halvt år for lenge. Dessutan førte det truleg til at doseringa av den ekspansive finanspolitikken for 1989 vart veikare enn om den verkelege nedgangen i bruttonasjonalproduktet frå 1987 til 1988 hadde vore kjent. Det same gjeld finanspolitikken for 1990. Då denne vart utforma hausten 1989, vart det rekna med for liten nedgang i bruttonasjonalproduktet frå 1988 til 1989 òg, nemleg berre 0,2 prosent. Hadde den verkelege nedgangen på 2,2 prosent vore kjent, ville truleg finanspolitikken for 1990 ha vorte tilsvarande meir ekspansiv. Det er med andre ord grunn til å tru at dei for låge første overslaga over nedgangen frå året før i nasjonalproduktet for 1988 og 1989 førte til ein mindre ekspansiv finanspolitikk enn elles ville ha vorte tilfelle.

Under den internasjonale oppgangskonjunktura fram til 1990 gjekk rentenivået i utlandet opp, og etter omsla-

get nedover heldt Tyskland rentenivået i Europa oppe for å motverke den ekspansive budsjettpolitikken som regjeringa førte etter samanslåinga av Aust- og Vest-Tyskland. Difor vart det norske rentenivået òg halde oppe, trass i at ei kraftig rentesinking var ønskeleg som supplement til, eller eventuelt som alternativ til, den ekspansive finanspolitikken.

Gjennom åra 1989-1992 vart prisstiging stendig mindre, og i 1992 steig konsumprisindeksen med berre 2,3 prosent over året før. Samstundes vart det for alle åra overskott i utanriksøkonomien, og stendig meir produksjonskapasitet og arbeidskraft vart utnytta. (Sysselsettinga gjekk ned og talet på arbeidssøkjjarar steig med 20 000 i dette tidsromet.) Norge kunne difor ha hatt sterkare vekst og høgare sysselsetting utan fåre for utanriksøkonomien og for vesentleg sterkare prisstiging. Men for å få til det måtte ei så sterk rentesinking ha vorte gjennomført at nedgangen i realinvesteringane hadde snudd til ein oppgang. I staden vart tvert imot realrenta etter skatt auka ved reduksjonar av rentefrådraget. Denne strukturpolitisk motiverte rådgjerdar vart såleis gjennomført i eit tidsrom då ei senking av realrenta etter skatt var ønskeleg. Frådragsreduksjonen kunne iallfall ha vorte utsett til stoda vart slik at etterspurnaden auka for sterkt og at ein renteauke ville ha vore realøkonomisk ønskeleg. Ei anna strukturendring i skattepolitikken, nemleg utvidinga av skattegrunnlaget for arbeidsgjevaravgifta i 1988, vart òg gjennomført på eit konjunkturpolitisk uheldig tidspunkt. Denne utvidinga gjorde arbeidskrafta dyrare og difor mindre etterspurd. Eit tredje strukturpolitisk motivert tiltak, som forsterka bankkrisa og konsekvensane av denne, var innføringa av strengare krav til eigenkapitalen i bankane. Denne reforma kunne like eins ha vorte utsett.

Ein nedgang i realrenta før skatt – i staden for den auken vi faktisk fekk som følge av mindre prisvekst – var vanskeleg å få til med den fastkurspolitikken som vart ført heilt fram til slutten av 1992. Det var iallfall umogleg å gjennomføre ein kraftig nedgang så lenge som det vart halde fast på denne politikken. På kort sikt hadde styresmaktene såleis berre eit einaste verkemiddel til å stimulere etterspurnaden, nemleg finanspolitikken, og denne var uskikka til å fremje auka investering i fast realkapital. Somme har hevda at finanspolitikken heller ikkje på lengre sikt kan nyttast som middel til å stimulere sysselsettinga.

Slik den økonomiske stoda var først på 1989, kunne ei kraftig rentesinking ha motverka den sykliske nedgangen i investeringane og stimulert til nyinvesteringar som indirekte ville ha auka det private konsumet òg. Men å gå bort frå fastkurspolitikken var det då ikkje tale om. Tvertimot vart svingningane i kronekursen kring sentralverdet minskt til eit minimum ved at Norges Bank kjøpte og selde valuta for å få det til. Offentleg kritikk av denne politikken vart nærmast sett på som illojal, fordi speulasjonar mot krona kunne bli stimulert.

Følgjene av forverringa av bytehøvet og dei innan-landske problema som landet stod framfor våren 1986, var ikkje lett å hanskast med. Men ved ei mildare tilstramming kunne produksjonsnedgangen på fastlandet i 1988 og 1989 ha vorte mindre. Ved ein mindre fastlåst valutakurspolitikk i åra 1989-1992, kunne styresmaktene ha kombinert ein ekspansiv penge- og kredittpolitikk med ein mindre ekspansiv finanspolitikk enn den som vart ført, slik at investeringane og den økonomiske veksten i dette tidsromet hadde vorte sterkare. På det viset kunne ein kan hende ha unngått nedgang i disponibel realinntekt for Norge, og i staden fått sterk nok vekst i nettonasjonalproduktet til å gje ein viss oppgang. Men fastkurspolitikken vart til hinder for det. Denne politikken fastla i røynda eit golv for rentenivået, tilsvarende det rentetaket som fekk så alvorlege følgjer i 1980-åra.

Begge hindra på fleire vis ei rasjonell utnytting av ressursane til investeringsformål og rentegolvvet gjorde det dessutan umogleg å minske arbeidsløysa.

REFERANSAR:

Bjerve, Petter Jakob: Planning in Norway 1947-1956. North Holland Publishing Company. Amsterdam 1959.

Bjerve, Petter Jakob: Strategiar for den økonomiske politikken i etterkrigstida, i «Menneske i sentrum». Festskrift til Helga Seips 70-årsdag. Tano 1989.

Eika, Torbjørn: Faktorer bak økningen i arbeidsledigheten for 1988-1991. Økonomiske analyser nr. 2-1993.

NOTE:

¹ Takk til Odd Aukrust, Ådne Cappelen og Torbjørn Eika for mange gode råd

*Sosialøkonomens redaksjon
ønsker alle sine lesere en riktig
god jul og et godt nytt år*



ERLING BARTH:

Teorier om lønnsforskjeller

– En kommentar til Ellingsen og Rosén

I en artikkel i juni-nummeret av Sosialøkonomen presenterer Ellingsen og Rosén sitt syn på nyere teorier om lønnsforskjeller. Bakgrunnen er betydelige observerte lønnsforskjeller, eller «lønnspremier», som vanskelig kan begrunnes ut fra standard nyklasisk mikro-teori. Artikkelen gjennomgår tre typer av nyere «ikke-Walrasianske» teorier, konkluderer med at disse ikke er brukbare, og gir deretter en presentasjon av en egen teori basert på friksjoner og seleksjon i arbeidsmarkedet. Ellingsen og Roséns analyse av rekrutteringsproblemet er interessant og viktig, og jeg er enig med dem i at rekrutteringsmodeller og seleksjon antakelig vil spille en viktig rolle framover. Det jeg vil ta opp her, derimot, er det jeg er uenig i. De tar etter min oppfatning feil når de avskriver de andre teoriene. Jeg er uenig i deres konklusjon om at «ingen av disse teoriene gir en tilfredsstillende forklaring på hvorfor det eksisterer ex ante lønnspremier» (s.32).

De fleste av de nyere teoriene for lønnsdannelse beskriver likevektssituasjoner med ledighet. Videre gjelder ikke indifferensens lov: Arbeidskraft med like kvalifikasjoner og egenskaper kan motta ulik lønn. Det er forskjellige mekanismer som kan lede til slike resultater. La oss nå se litt nærmere på de typene av teori Ellingsen og Rosén vil forkaste.

Den første er *disiplin-teorien* etter Calvo (1979) og Shapiro og Stiglitz (1984). Dette er en type «moral hazard»-modell, der lønnspremiene virker til å redusere skulk, slurv etc. og å fremme innsats. Modellen beskriver en av de mest sentrale mekanismene for *effektivitetslønn*. Bedriften betaler over alternativ-inn-

tekten til arbeidstakerne, hovedsakelig for at de skal ha noe å tape hvis de mister jobben i nåværende bedrift. På denne måten disiplineres de ansatte til økt innsats. Lønnspremier blir særlig relevante der arbeidstakerne har en autonom stilling, og det er dyrt eller vanskelig å kontrollere nøyaktig hvor stor innsats de setter inn.

Makt-teoriene er vel best utviklet innenfor moderne *ikke-kooperativ forhandlingsteori*. Shaked and Sutton (1984) presenterer den grunnleggende insider-outsider mekanismen, og viser hvordan likevektsarbeidsløshet kan oppstå. Mens effektivitetslønnsmekanismen gir høyere lønn for å øke innsatsen, gir forhandlingsteorien høyere lønn for å unngå konflikt. Moene (1988) viser hvordan lønnsnivået avhenger av typen av potensiell konflikt i bedriften. I noen bransjer, særlig kapitalintensive eller ferskvare-produserende (aviser), er konflikten svært dyr for arbeidsgiverne, målt per ansatt. Slike bransjer betaler bedre.

Den siste teorien er *seleksjons-teorier*. Hvis arbeidstakerne kjenner sin kvalitet (produktivitet), mens bedriften ikke enkelt eller kostnadsfritt kan avsløre denne, vil bedriften kunne påvirke forventet kvalitet på søkermassen ved å variere lønnsnivået. Setter de en lavest mulig lønn, får de bare søkere med lav kvalitet. Øker de lønnen, får de bedre søkere til å søke også. Også dette er en effektivitetslønns modell med ufullstendig informasjon, idet økt lønn bedrer produktiviteten. Her er imidlertid problemet en typisk situasjon med ugunstig utvalg.

Så til Ellingsen og Roséns kritikk av disse modellene. En innvending som har vært reist mot disiplinmodellen er følgende: Hvorfor må ikke

arbeiderne sette inn et pant i bedriften som er så stort at de ikke skulker eller slurver eller liknende? Denne kritikken er diskutert nærmere i Layard et al (1991:154) og Weiss (1990:7). Ett av svarene på dette kan være at et tilsvarende disiplin problem vil oppstå når arbeideren forsøker å låne i banken for å sette inn et slikt pant. Mister arbeideren jobben på grunn av slurv eller skulk, vil lånet gå tapt. Det er derfor ikke noe grunnlag for et slikt marked.

Dessuten er denne typen kritikk ikke relevant for den delen av effektivitetslønnsteorien som Ellingsen og Rosén ikke nevner, nemlig teorier basert på forestillinger om gavebytte eller rettferdighetsbetraktninger (se Akerlof, 1982). Poenget her er nettopp at arbeidstakerne yter mer fordi de oppfatter seg godt behandlet: et høyt pant på innsats vil neppe bidra her.

Selv har jeg funnet en klar positiv sammenheng mellom bedriftenes lønnsnivå og arbeidstakernes gjennomsnittlige autonomi i Norge (Essay 5, «Why do Some Firms Pay More?» i Barth, 1993). Jeg ser dette som en indikasjon på forekomsten av effektivitetslønnsmekanismer også i Norge: jo vanskeligere det er å kontrollere de ansatte, jo mer tjener de, cet par. Derimot finner jeg ingen effekt av individuell autonomi i bedriftenes interne lønnsstruktur: internt på bedriftene favoriseres ikke autonome arbeidstakere. Antakelig står bedriften overfor skranker når det gjelder intern forskjellsbehandling, men bedrifter som har mange autonome arbeidstakere finner det altså lønnsomt å gi alle bedre lønn.

Ellingsen og Roséns innvending mot seleksjonsmodellene går i

hovedsak ut på at uønskede arbeidstakere bør kunne sparkes ex post, eller tilbys en ugunstig lønnsprofil som gjør at de velger seg selv bort. Jeg har to kommentarer til dette: For det første kan det eksistere institusjonelle bindinger (f.eks. oppsigelsesvern eller interne skranker på lønnsfastsettelsen) som gjør slike kontrakter vanskelige. For det andre er det slik at selv om denne modellen er enkel, (den blir vel mer interessant i sammenheng med informasjonsproblemer også ex post), gir den nyttig innsikt i et problem som ikke er enkelt: nemlig sammenhengen mellom lønnsnivå og ex ante seleksjonsproblemer.

Ellingsen og Rosén viser til internasjonale sammenlikninger mellom lønnspremier i ulike land for å forkaste forhandlingsteoriene. Selv har jeg sammenliknet lønnspremiene i Norge, USA og Østerrike innbyrdes og med andre land (Barth og Zweimüller, 1992 og 1993) og finner høy korrelasjon i bransjelønnspremiene mellom de ulike landene: Som følge av sentralisering har vi i Norge og Østerrike langt lavere lønnspremier enn i USA, men høytlønnsbransjer i Norge og Østerrike er høytlønnsbransjer i USA. Dette tyder på at de underliggende mekanismer er de samme i ulike land, uansett institusjonelle forhold.

Denne observasjonen er imidlertid ikke noe argument mot hverken effektivitetslønnsteorier eller forhandlingsteorier. Det viser bare at de underliggende forhold slår igjennom i ulike institusjonelle settinger. Høy kapitalintensitet gjør bedriften sårbar for både sabotasje og konflikt, såvel som skulk og slurv, uansett fagorganisering eller andre institusjonelle forhold.

Et hovedproblem for empirisk testing av disse modellene, er rett og slett at teoriene ikke er utelukkende. Man kan f.eks. utmerket godt ha både seleksjonsproblemer og disiplinproblemer knyttet til et ansettelsesforhold.

Effektivitetslønnsmekanismer kan gjøre seg gjeldene også i en forhandlingssituasjon. Med en kombinasjon av ugunstig utvalg og «moral hazard» vil mekanismene tendere til å oppveie hverandre idet man trenger mindre lønnspremier for å disiplinere en ansatt hvis oppsigelsen samtidig gir en indikasjon om typen arbeidstaker til neste arbeidsgiver (se f.eks. Strand, 1987). Omvendt kan effektivitetslønnsmekanismer forbedre forhandlingsposisjonen til en fagforening, slik at lønnspremien blir ytterligere forhøyet (se f.eks. Hoel, 1989). Poenget her er altså at teoriene ikke er utelukkende, men beskriver mekanismer som kan opptre innen samme bedrift, delmarked og økonomi. De forskjellige teoriene står hver for seg i motsetning til forestillingen om markedsklarere lønninger, men i forhold til hverandre må de sees på som komplimentære. Det er et empirisk spørsmål hvilken av mekanismene som er viktigst, eller hvordan de spiller sammen, i de enkelte markeder.

Observasjonene av høyere lønnsnivå blant sekretærer i kapitalintensive bransjer, kan derfor ikke, som Ellingsen og Rosén forsøker å gjøre, brukes som argument mot disiplinteorien, når vi bare innser at både forhandlings- og effektivitetslønnsmekanismer kan opptre samtidig.

En oversikt over empiriske arbeider som gir støtte til både effektivitetslønn- og forhandlingsteorier finnes i Layard et al (1991). I Barth (1993) tar jeg også opp empiriske og teoretiske spørsmål omkring lønnspremier. Det hersker en relativt omfattende konsensus, både ut fra teoretiske og empiriske bidrag, om at indifferensens lov ikke gjelder i arbeidsmarkedet, og at vi kan ha likevektssituasjoner med ledighet og «ikke-kompetitive» lønnspremier. Unntaket her er (bredt definert) Chicago-miljøet. Det hersker imidlertid langt fra noen konsensus om at effektivitetslønn- og forhandlingste-

orier av den typen Ellingsen og Rosén avskriver, er uaktuelle. Tvert imot. Det er heller ikke nødvendig for Ellingsen og Rosén og kaste vrak på tidligere modeller for å fremme sitt eget syn. Deres analyse er viktig og interessant, men kommer som et tillegg til en del av de andre teoriene som er fremmet i litteraturen.

LITTERATUR:

- Akerlof, G. (1982), «Labor Contracts as Partial Gift Exchange», *Quarterly Journal of Economics*, 97:543-69.
- Barth, E. (1993) *Pay Differentials and Bargaining Institutions: Five essays on wage determination with evidence from Norway*. Økonomiske doktoravhandlinger Nr. 16 1993. Sosialøkonomisk institutt, Universitetet i Oslo.
- Barth, E. og Zweimüller, J. (1992), «Labor Market Institutions and the Industry Wage Distribution», *Empirica*, Vol 19:2 pp. 181-201.
- Barth, E. og Zweimüller, J. (1993), «Bargaining Structure, Wage Determination and Wage Dispersion in 6 OECD-Countries», kommer i *Kyklos*.
- Calvo, G. (1979), «Quasi-Walrasian Theories of Unemployment», *American Economic Review*, 66:102-7.
- Hoel, M., (1989), «Efficiency Wages and Local vs. Central Bargaining», *Economics Letters*, Vol.30:175-9.
- Layard, R., Nickell, S., Jackman, R. (1991), *Unemployment, Makroøkonomisk Performance and the Labour Market*, Oxford: Oxford University Press.
- Moene, K.O. (1988), «Union's Threats and Wage Determination», *The Economic Journal*, Vol. 98:471-483
- Shaked, A, Sutton, J. (1984) «Involuntary Unemployment as a Perfect Equilibrium in a Bargaining Model», *Econometrica*, 52:1351-1364.
- Shapiro, C., Stiglitz, J. (1984) «Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device». *American Economic Review*, 74:433-44.
- Strand, J. (1987), «Unemployment as a Discipline Device with Heterogenous Labor», *American Economic Review*, 77:489-93.
- Weiss, A. (1991), *Efficiency Wages*, Princeton University Press.

* Erling Barth er dr.polit fra 1993 og er ansatt som forsker ved Institutt for samfunnsforskning i Oslo. Han arbeider mest med arbeidsmarkedsøkonomi, lønnsdannelse og forhandlinger.

ERLING STEIGUM JR.:

Holtmarks kritikk av generasjonsregnskapet er overfladisk

Svar til Holtmark (Aktuell kommentar i Sosialøkonomen nr. 9):

Bjart Holtmark er raskt ute med sterk kritikk av vårt arbeid om generasjonsregnskap som ble presentert på en internasjonal fagkonferanse i makroøkonomi ved NHH i august i år (Auerbach et al., 1993). Han mener vi overser flere viktige forhold som gjør at de tallene vi presenterer for de ufødte generasjonenes netto skattebyrde, «gir et skjevt bilde av situasjonen.» Utvilsomt gir våre beregninger i generasjonsregnskapet et alarmerende bilde i forhold til Holtmarks egen artikkel om befolkningsutvikling og folketrygd (Holtmark, 1993). Etter min mening er imidlertid både denne artikkelen og hans kritikk av vårt arbeid overfladisk. Hvorfor fokuserer ikke Holtmark mer på enkeltgenerasjonenes økonomiske situasjon i sin egen forskning? Snarere enn at det er vi som slår falsk alarm, vil jeg hevde at også Holtmark burde ha slått alarm om folketrygdens fremtidige finansieringsproblemer.

Formidlingen av generasjonsregnskapet

Mitt håp hadde vært å få presentert metoden på en utførlig måte i Sosialøkonomen før den ble utsatt for faglig kritikk. Selvsagt burde metoden og resultatene ha blitt formidlet i faglige fora før i media, men presse og NRK viste en forbløffende stor interesse for prosjektet, selv før det var kommet skikkelig i gang. Resultatene ville derfor nødvendigvis bli offentlig kjent straks arbeidet hadde blitt presentert på konferansen i august, midt under valgkampen.

Holtmarks formidling av metoden i hans aktuelle kommentar er ikke helt god. Han gir et feilaktig inntrykk av at metoden viser hvordan offentlige budsjettunderskudd og gjeld utvikler seg på lang sikt. Men et hovedpoeng i teorien bak generasjonsregnskapet er tvert imot at begrep som «offentlig budsjettunderskudd» er realøkonomisk sett vilkårlig, og ikke egnet som redskap for å analysere skattebyrdefordelingen mellom generasjonene, se f.eks. Kotlikoff (1992). Ikke minst skyldes dette pay-as-you-go systemet for alderstrygd, som skyver netto skattebyrder fremover på nye generasjoner, uten at dette kommer til uttrykk i form av offentlig gjeld. I tillegg kommer petroleumsinntektene som et forstyrrende element i det tradisjonelle regnskapet.

Slike misforståelser om generasjonsregnskapet er ikke Holtmark alene om. I flere departementer er det f. eks. oppstått en feilaktig oppfatning om at generasjonsregnskapet forutsetter at den offentlige gjelden betales tilbake innen år 2100. Dette er helt galt. Den offentlige gjelden kan godt vokse på lengre sikt, bare nåverdien i dag av den fremtidige gjelden går mot null når tiden går mot uendelig. Denne svake betingelsen er tilstrekkelig for at den *intertemporale budsjettsskranken* til den offentlige sektor skal holde. Denne budsjettsskranken over tid, som knytter nåverdien av det offentliges bruk av varer og tjenester til nåverdien av dagens og fremtidige generasjoners nettoskatter, står sentralt i generasjonsregnskapet. Den gjør det mulig - sam-

men med en rekke nærmere spesifiserte forutsetninger - å anslå hver generasjons netto skattebyrde, målt som nåverdien av nettoskatt over gjenstående livsløp.

Folketrygdens grunnbeløp

Holtmark kritiserer oss i sterke vendinger for at vi lar det fremtidige grunnbeløp vokse i takt med lønnsutviklingen i beregningene. Jeg mener hans kritikk skyter langt over målet. Vi har fulgt Regjeringens langtidsprogram på dette punktet. Vi vil bare minne om følgende (utdrag av) retningslinjer for den årlige reguleringen av grunnbeløpet, fastsatt av Stortinget den 23. mai 1991:

«Siktemålet for reguleringa skal vere å gi pensjonistar med folketrygd-pensjon ei inntektsutvikling om lag på linje med venta utvikling for yrkesaktive og i tråd med dei prinsipp og mål som er lagt til grunn for gjennomføringa av det inntektspolitiske opplegget elles. Venta inntektsutvikling for yrkesaktive blir fastsett med utgangspunkt i inntektsoppgjera for offentlig tilsette og LO/NHO-oppgjeret.»

Holtmark mener vi «snur saken på hodet» når vi konkluderer med at den fremtidige utgiftsveksten i folketrygden bidrar til at dagens politikk ikke er opprettholdbar (sustainable). Han mener i stedet at generasjonsregnskapet «forteller <altså> her om *fremtidige budsjetter som ikke er opprettholdbare*.» Jeg er uenig i en slik formulering og mener at begrepet «fremtidige opprettholdbare budsjetter» ikke hører

hjemme i generasjonsregnskapet. Poenget er nettopp at det er fremover-skuende. Dette er en styrke og ikke å snu saken på hodet. Dagens generasjoners netto skattebyrde avhenger av de samme fremtidige folketrygdytelsene, uansett om vi definerer de som bestemt av dagens eller fremtidens trygdepoli-tikk. Men hvis Stortinget i dag hadde endret reglene eller retningslinjene for folketrygden i den retning Holtmark antyder, ville jeg sagt at dette var en endring i *dagens* politikk, selv om det kun var fremtidige utbetalinger som ble påvirket. Dette ville endre dagens generasjoners nettoskattebyrde i 1992, og det ville gi de samme individene behov for å endre sin økonomiske til-pasning i dag.

Skattereformen av 1992

Holtmark påpeker at vi ikke har noen kvantitativ sammenheng mellom skattereformen i 1992, økonomisk vekst gjennom oppbygging av human-kapital og fremtidige skatter. Nei, fordi generasjonsregnskapet ikke gjør bruk av en numerisk modell for økonomiens virkemåte. Av samme grunn er det *en hel rekke* generelle likevektsvirkninger av den økonomiske politikken - gjen-nom kapitalvekst og endringer i like-vektsprisene på arbeidskraft og kapital - som ikke fanges opp. Disse begrens-ningene går klart frem av rapporten. Ironisk nok er to av mine medforfatte-re, nemlig Auerbach og Kotlikoff, noen av de ytterst få som faktisk *har* nedlagt et betydelig arbeid i å utvikle numeriske modeller som fanger opp langsiktige generelle likevektsvirk-ninger av skattereformer, se Auerbach og Kotlikoff (1987). I denne boken går det f.eks. frem at virkningene via fak-torprisene vanligvis vil forsterke de førsteordensvirkningene som genera-sjonsregnskapet retter søkelyset mot, fordi oppbygging av offentlig gjeld fortrenger realkapital og fører til lavere fremtidig reallønn.

Den norske MSG-modellen innehol-der faktisk *ikke* de sammenhengene som Holtmark etterlyser, til tross for at den første versjonen av modellen kom for ca. 30 år siden. Dette tyder på

at det ikke er så lett. Kanskje Holt-marks idéer til hvordan ny vekstteori kan anvendes til å kvantifisere virk-ningene av skattereformen av 1992, kan komme til nytte internt i modellar-beidet i SSB. Før man har noen kvanti-tative anslag på hvor store tilbudsside-virkningene blir av skattereformen, er det vanskelig å gjøre noe med Holtmarks innvending. Det samme gjelder en rekke andre sammenhenger som beskriver økonomiens virkemåte, og som ideelt sett skulle ha vært kvan-tifisert.

Konjunktursituasjonen og arbeidsledigheten

Holtmark påpeker at både konjunktursituasjonen og økningen i antall per-soner i arbeidsdyktig alder i de senere år, taler for at en del offentlige utgifter forbundet med ledighetstrygd og arbeidsmarkedstiltak er unormalt høye i 1992. Selv om denne type utgifter forventes å bli høye i flere år fremover, er det likevel god grunn til å undersøke dette nærmere i det videre prosjektar-beid. Det vi planlegger, er å inkorpore-re Finansdepartementets egne budsjett-fremskrivninger for en rekke år frem-over, slik at man bedre får kontrollert for sykliske faktorer i startåret. En slik metode er anvendt i beregninger av generasjonsregnskap i amerikansk nasjonalbudsjettssammenheng.

Jeg vil imidlertid ikke si meg enig i Holtmarks tolkning av OECD Economic Outlook 53, nemlig at stats-forvaltningen i Norge ville ha gått med overskudd i 1992 om man hadde hatt en «normal» konjunktursituasjon. Denne studien tar ikke i tilstrekkelig grad hensyn til spesielle norske forhold som oljeskattene og det store byttefor-holdstapet som fulgte av fallet i olje-prisen i 1986. De faglige ansvarlige i OECD er derfor ikke enig i den måten som Holtmark og andre tolker resulta-tene av studien på her i Norge. De offentlige budsjettunderskuddene er nok av mer strukturell karakter, hvilket også går frem av Finansdepartementets egne budsjettfremskrivninger i de siste nasjonalbudsjettene.

Overfladisk kritikk

For å vurdere om beregningene våre gir et skjevt bilde av situasjonen, må man argumentere for at de viktigste forutsetningene og tallanslagene til sammen fører til en kvantitativt sett betydelig skjevhet i én retning. Dette er vanskelig uten selv å disponere over regneprogrammet og prøve ut alternati-ve forutsetninger.

Holtmark begrenser seg til en kva-litativ vurdering av noen av forutset-ningene. Dette blir noe overfladisk for-di han ikke kan vite hvor mye disse betyr for konklusjonene. Dessuten drøfter ikke Holtmark forutsetninger som kanskje kan skape skjevheter mot-satt vei. Det er for eksempel lagt inn en offentlig rentebærende formue på hele 250 prosent av BNP i beregningene (med 4 prosent realrente). Men de bok-førte verdiene av statsbankenes utlån gir høyst sannsynlig et overdrevent bilde av statens reelle fordringer. Dessuten er det ikke tatt hensyn til at den bereg-nede petroleumsformuen til staten er svært usikker.

Vårt poeng med generasjonsregn-skapet har imidlertid ikke vært å insis-tere på visse forutsetninger, og vi er selvsagt åpen for at andre prøves ut. Fordelen med regneprogrammet er at det er forholdsvis enkelt å utføre sensi-tivitetsanalyser med det. For eksempel kan det brukes som ledd i analyser av generasjonsvirkningene av reformer som begrenser folketrygdens utgifter i forhold til dagens regelverk og ret-ningslinjer.

REFERANSER:

- Auerbach, Alan J. og Laurence J. Kotlikoff, *Dynamic Fiscal Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.
- Auerbach, Alan J., Jagadeesh Gokhale, Laurence J. Kotlikoff og Erling Steigum jr., «Generational Accounting in Norway: Is Norway Overconsuming Its Petroleum Wealth?» *SNF-rapport nr. 75*, 1993.
- Holtmark, Bjart J., «Når etterkrigsbarna blir alderspensjonister. Befolkningsutviklingen og folketrygden i et makroøkonomisk perspek-tiv,» *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 107, 41-66.
- Kotlikoff, Laurence J.: *Generational Accounting. Knowing Who Pays, and When, for What We Spend*. New York: The Free Press, 1992.

**Jan Grund og Hallstein Husbyn:
ØKONOMISK EVALUERING AV
LEGEMIDLER**

Universitetsforlaget 1993

ISBN 82-00-21858-9

283 sider. Kr. 250

Formålet med denne boka er i følge forfatterne todelt: For det første vil man skape interesse for fagfeltet legemiddeløkonomi. For det andre skal boka være til nytte for hvordan legemiddeløkonomi bør brukes i styringen av norsk legemiddelpolitikk.

Bokas første del (kapitlene 1-6) handler om legemidlenes plass i samfunnet. En finner statistikk om helse og legemidler og en beskrivelse av beslutningstakere og rammebetingelser på legemiddelmarkedet. Forfatterne gir også en beskrivelse av de viktigste konsekvensene av EØS-avtalen for omsetning av legemidler i Norge. Avtalen vil medføre at Norsk Medisinaldepots enerett på import og engrossalg av legemidler må opphøre og at «behov» ikke lenger kan brukes av myndighetene som en betingelse for å registrere nye legemidler. Forfatterne mener at man kan få en økning i antall legemidler på mellom 50 og 100 prosent i Norge.

Staten dekker størstedelen av utgiftene til medisiner som brukes ved langvarige sykdommer. Dette er medisiner man får på såkalt blå resept. Veksten i de offentlige legemiddelutgiftene har gjennomsnittlig vært 12,9 % per år i perioden 1988 - 92. Myndighetene er trolig opptatt av legemiddeløkonomi både fordi man er interessert i å begrense veksten i de offentlige utgiftene og fordi man er i tvil om de helseforbedringene som enkelte medikamenter medfører, står i et rimelig forhold til ressursbruken.

Mens det offentlige betaler en stor del av legemiddelkostnadene, er det den enkelte lege som velger medikament. Som pasientens representant har legen ingen interesse av å avveie medikamentkostnadene mot antatt helseeffekt for pasientene så lenge en tredje part betaler. Man har dermed et godt eksempel på manglende oppmuntring til å økonomisere med ressursene.

For å spare utgifter har staten siden

1991 pålagt legene å forskrive billigste medikament når flere preparater er synonyme. Dette har samtidig gitt legemiddelindustrien et insitament til å omgå retningslinjene ved å introdusere medikamenter som er nære substitutter. En vesentlig komponent i utgiftsøkningen de senere årene har bestått av en overgang til nye og dyrere medisiner. Det har derfor blitt påtrengende for myndighetene å finne hjelpemidler for å vurdere hvilke nye legemidler man skal dekke utgiftene til.

Bokas andre del (kapitlene 7-10) presenterer noen metoder for legemiddelvurdering med basis i nyttekostnadsanalyser. Det er ofte problematisk å verdsette nytte av diagnostikk og behandling i kroner. Det er derfor utviklet alternative mål. Dette er enten endimensjonale mål som kunne leveår, eller flerdimensjonale indikatorer for helseforbedring. Det er mange metodiske problemer med utvikling av slike indikatorer. Dette gjelder imidlertid generelt for nyttekostnadsanalyser av helsetiltak. Metodene for legemiddeløkonomisk evaluering er derfor mindre spesielle enn hva forfatterne av og til gir inntrykk av. Med unntak av et par formler som ikke er meningsfylte, gir disse kapitlene en god beskrivelse av tankegangen bak nyttekostnadsanalyser av helsetiltak. Det er også flere illustrerende eksempler.

Boka avsluttes med et forslag til hvordan legemiddeløkonomisk evaluering kan organiseres i Norge. Man foreslår blant annet å opprette en legemiddeløkonomikomite som skal evaluere kvaliteten og konklusjonene fra legemiddeløkonomiske undersøkelser utført av legemiddelindustrien.

Samlet sett omhandler denne boka viktige problemstillinger for styring av ressursbruken i legemiddelsektoren. Dette gjelder særlig bokas andre del. I bokas første del er det mange gjentakelser og upresist språk. Denne delen burde vært bedre gjennomarbeidet og betydelig kortet ned. Det mangler en klar idé og en får inntrykk av at stoffet er vilkårlig samlet sammen. Denne delen er også analytisk svak. Spesielt gjelder det beskrivelsen av forholdene mellom legemiddelindustri, leger og

offentlige myndigheter. Informasjonsstrukturen i disse forholdene gir assosiasjoner til problemer som studeres ved hjelp av prinsipal agent teori og nyere næringsøkonomisk teori. Et viktig spørsmål er for eksempel hvordan endringer i offentlige rammebetingelser påvirker beslutninger om forskning og utvikling i legemiddelindustrien. Et annet spørsmål er hvordan en leges forskrivning av medikamenter vil avhenge av belønningssystemet. En finner ingen drøfting av slike spørsmål med basis i økonomisk litteratur. Det mangler derfor en fagøkonomisk tilnærming til viktige deler av legemiddeløkonomien. På dette området er det mange utfordringer til forskningsmiljøer som er opptatt av insitamenter i velferdsstaten og offentlige myndigheters regulering av privat virksomhet.

Ved Statens institutt for folkehelse har Erik Thorvik gjort et viktig arbeid med å lage et opplegg for helseøkonomisk vurdering av legemidler (Thorvik, 1993). Grund og Husbyn sier i sitt forord at de har forsøkt «...å supplere dette arbeidet med å være mer praktisk orienterte». Hvis man med praktisk mener nyttig, er det sentralt å presisere hvilken anvendelse man ser det å være nyttig i forhold til. De som faktisk skal lage helseøkonomiske beregninger, har ikke så mye å hente hos Grund og Husbyn. For dem er imidlertid Thorviks opplegg i høyeste grad nyttig. Han har også anvendt det selv i en analyse av det kolesterolsenkende medikamentet Mevacor – en analyse som har fått internasjonal oppmerksomhet (Thorvik et al., 1993). For dem som på mer overflatisk basis vil gjøre seg kjent med legemiddeløkonomiske analyser, kan derimot deler av Grund og Husbyn sin bok være nyttig.

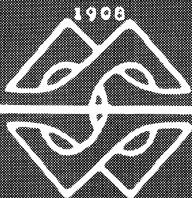
Tor Iversen,

Senter for helseadministrasjon,

Universitetet i Oslo

REFERANSER:

- Thorvik, E., 1993, Et opplegg for helseøkonomiske beregninger for legemidler, upublisert notat, Statens institutt for folkehelse.
Thorvik, E., I. Aursnes, L. Forsén, I. S. Kristiansen and H. Th. Waaler, 1993, Costs and effects on longevity of lipid lowering drugs, Research Report No. F 1 1993, Unit for Health Services Research, National Institute of Public Health, Oslo.



Redaktør:
Knut Anton Mork

Redaksjon:
Rolf J. Brunstad
Gunnar Bårdsen
Fredrik Carlsen
Steinar Holden
Tor Arnt Johnsen
Birger Vikøren
Ans. bokanmeldelser:
Tore Nilssen
Produksjonskonsulent:
Inger Kurås

Utgitt av
Sosialøkonomenes
Forening
Leder: Frank Myhre

Besøksadresse:
Storgt. 26 IV
0184 OSLO 1
Postadresse:
Postboks 8872
Youngstorget
0028 OSLO
Telefon 22 17 00 35
Telefax 22 17 31 55
Postgiro: 0813 5167887
Bankgiro: 6001.05.13408

Utkommer med 11 nummer
pr. år, den 15. i hver måned
unntatt juli.

Abonnement kr 450,-
Studentabonnement
kr 225,-
Enkeltnr. kr 60,- inkl. porto.

ANNONSEPRISER

(ekskl m v a):

1/1 side kr. 4 000,-
3/4 side kr. 3 500,-
1/2 side kr. 3 000,-
Byråprovisjon 10%

Frist for annonser:
Den 5. i hver måned.

Trykt i offset.
Grafisk Hus a/s, Bergen

AKTUELL BOK

Ståle Eskeland

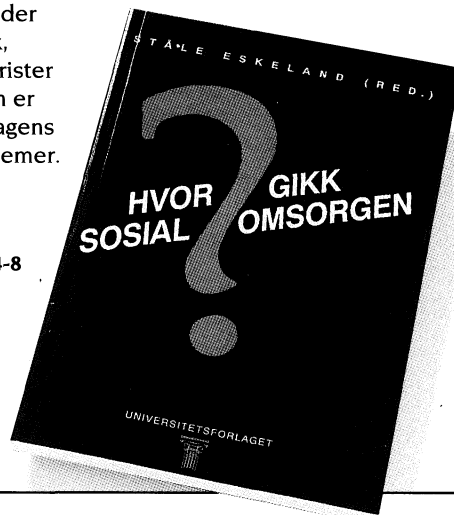
HVOR GIKK SOSIAL- OMSORGEN?

Boka er et fagpolitisk innlegg i den prosessen som sosiallovutvalgets forslag utløste. Nå er utredningen blitt historie, og ny sosiallov og ny barnevernlov trådte i kraft 1. januar 1993. Derfor er problemstillingen: Hvor gikk sosialomsorgen? Gir de nye lovene gode svar på dagens sosiale problemer?

Boka henvender seg til fagfolk, studenter, jurister og andre som er opptatt av dagens sosiale problemer.

- 1993
- ISBN 82-00-21464-8
- 207 sider
- kr 210,-

UNIVERSITETS
FORLAGET



AKTUELL BOK

Stein Hansen

MILJØ- OG FATTIGDOMSKRISE I SØR

Et utviklingsøkonomisk perspektiv

Vi er lite i tvil om intensjonene bak norsk u-hjelp, men bistandspolitikken er preget av myter. Forfatteren Stein Hansen, kommer i denne boka med viktige innspill i debatten om bistandspolitikken form og innhold, og avliver myter som f.eks. at vann må være gratis fordi folk er så fattige.

Med basis i økonomiske analyser og konkrete eksempler viser forfatteren hvordan ulike faktorer påvirker hverandre gjensidig. Det gis eksempler på vellykkede og mindre vellykkede økonomiske-politiske inngrep og reguleringer som underminerer tilliten til nasjonal- og internasjonal politikk.

- ISBN 82-00-21753-1
- 248 sider • kr 210,-



UNIVERSITETS
FORLAGET



Retur:

Sosialøkonomen, P.b. 8872 Youngstorget
0028 OSLO

Blad i postabonnement

ECON

SENTER FOR ØKONOMISK ANALYSE A/S

ECON er et uavhengig forskningssenter og konsulentfirma som tilbyr samfunnsøkonomiske analyser av høy faglig kvalitet. Våre oppdragsgivere er norsk næringsliv, norske myndigheter og internasjonale organisasjoner. ECON deltar også i flere forskningsprogrammer.

Vi har behov for å øke staben med en, eventuelt to

SOSIAL/SIVILØKONOM(ER)

til å arbeide innen ett eller flere av følgende områder:

- Makroøkonomisk overvåkning og analyse
- Transportøkonomi
- Arbeidsmarked, kompetanse og utdanning

Også andre tema innen det samfunnsøkonomiske fagfeltet kan være aktuelle.

Medarbeideren(e) vil inngå i en gruppe med meget erfarne økonomer og vil få store muligheter for faglig læring og utfoldelse.

Vi søker godt kvalifiserte økonomer, med høye krav til faglig kvalitet og med evne til å ta initiativ. Arbeidet krever analytiske evner, god muntlig og skriftlig fremstillingsevne og evne til å arbeide raskt og selvstendig. Det er en fordel med noen års erfaring fra arbeid med en eller flere av temaområdene nevnt over.

Kvinner oppfordres spesielt til å søke.

ECON kan tilby et inspirerende arbeidsmiljø, utfordrende arbeidsoppgaver og konkurransedyktig lønns- og arbeidsvilkår.

Nærmere opplysninger ved Knut N. Kjær eller Harald Magnus Andreassen på tlf. 22 42 42 50.

Søknad sendes innen 15. januar 1994 til

ECON Analyse a.s
Storgata 11
0155 Oslo