

Erfaringer og utfordringer i norsk pengepolitikk

Sentralbanksjef Kjell Storviks foredrag på konferansen "Utfordringer i norsk økonomi", Norske Siviløkonomers forening, onsdag 25. februar 1998

La meg innledningsvis si at temaet for dagens konferanse - "utfordringer for norsk økonomi" - alltid er en aktuell problemstilling for oss i sentralbanken som jo mer enn de fleste har fått et rykte for å kaste bekymringsfulle blikk på fremtiden. Og det er flere grunner til at temaet er mer aktuelt nå enn på flere år.

For det første har Norges Bank lenge stilt spørsmålet om det var mulig å få til en forsvarlig landing av norsk økonomi etter den sterke vekstperioden som startet i 1993. Som sikkert er kjent for denne forsamlingen var vår vurdering i fjor høst at det var en betydelig risiko for at økonomien kunne komme inn en ustabil utvikling. Vi tilrådte derfor en politikkenring slik at pengepolitikken kunne bidra til en viss stabilisering eller i hvert fall ikke føre til ytterligere destabilisering av økonomien.

La meg også minne om en annen viktig utfordring norsk økonomi står overfor i løpet av de nærmeste årene - og som andre foredragsholdere også vil komme inn på - nemlig etableringen av ØMU og innføringen av euro i Europa. Mitt bidrag vil være å drøfte noen av de utfordringer og valgmuligheter som etableringen av ØMU stiller norsk pengepolitikk overfor.

Økonomisk utvikling

En viktig bakgrunn for de anbefalinger vi kom med i vårt brev i fjor høst om pengepolitikken var den aktuelle økonomiske situasjonen og den risiko vi mente å kunne se for en ustabil utvikling fremover. La meg derfor starte med å skissere hvordan vi vurderer den økonomiske utviklingen.

Norsk økonomi er nå inne i det femte året på rad med sterk oppgangskonjunktur. Oppgangen har vart om lag like lenge og har vært omtrent like sterk som oppgangen på 1980-tallet. Så langt er det lite som tyder på avdemping i etterspørselen, og det er høy vekst i både privat og offentlig sektor.

Den sterke sysselsettingsveksten har ført til et stadig strammere arbeidsmarked, og det er knapphet på kvalifisert arbeidskraft i mange sektorer. Kapasitetsutnyttningen har således økt klart de siste årene og mye tyder på at fastlandsøkonomien er nær eller endog over kapasitetsgrensen.

I inflasjonsrapporten som Norges Bank la fram i desember i fjor ble det pekt på at norsk økonomi kan stå foran en periode med et markert konjunkturforløp. Den sterke veksten vil trolig fortsette i inneværende år og neste år, men begrensinger på tilbudssiden blant annet i form av knapphet på arbeidskraft vil til slutt føre til et konjunkturomslag.

I inflasjonsrapporten ble det antydnet at et slikt tilbakeslag kunne komme rundt århundreskiftet. Sysselsettingsveksten vil stanse opp og vi vil etterhvert igjen kunne få en økning i ledigheten. Konjunkturomslaget har sammenheng med svekkelsen av konkurranseevnen - lønnsveksten kan i følge anslagene etterhvert komme opp i 6 prosent. Samtidig vil svekket lønnsomhet og lavere kapasitetsutnyttelse sammen med en forventet nedgang i petroleumsinvesteringene føre til en nedgang i næringsinvesteringene.

Det er en åpenbar usikkerhet forbundet med forutsetningene bak anslagene for den fremtidige utviklingen. Det er blant annet tenkelig at vi kan ha undervurdert økonomiens langsiktige vekstpotensial. Jeg kan imidlertid konstatere at stadig flere nå deler vårt syn på den økonomiske situasjonen. OECD's landrapport om Norge understreket klart faren for overoppheting av norsk økonomi.

Både muligheten til en sterk overoppheting av økonomien og risikoen for nye sjokk som forsterker konjunktorene tilsier at en tenker gjennom om norsk økonomi er tilstrekkelig rustet til å tåle et kraftig konjunkturomslag. Vi må også prøve - så langt det er mulig - å korrigere en utvikling som innebærer en vesentlig risiko for å pådra seg betydelige kostnader i fremtiden. "Sikkerhetsmarginene" i økonomien er nå svært små og selv mindre avvik fra den antatte utviklingen kan tenkes å få alvorlige langsiktige konsekvenser.

Finans- og inntektspolitikken

Ved faste valutakurser gir myndighetene fra seg et virkemiddel - renten - i stabiliseringspolitikken. Eller rettere sagt: de velger å bruke dette virkemiddelet til å stabilisere valutakursen fremfor å bruke renten direkte i etterspørselsreguleringen. Dette innebærer at finanspolitikken står igjen som det eneste reelle virkemiddelet i stabiliseringspolitikken. I et system med stabil valutakurs blir det derfor helt avgjørende at myndighetene faktisk makter å gjennomføre finanspolitikken på en slik måte at det ikke oppstår store og uønskede konjunkturbevegelser i økonomien.

Under en høykonjunktur, slik vi nå er inne i, bør finanspolitikken bidra til å dempe etterspørselen mot innenlandske produksjonsressurser. En slik innstramming kan skje ved økte skatter og avgifter eller ved å redusere offentlige utgifter. Det er imidlertid ikke uten betydning hvordan en gitt innstramming utformes. Økte skatter og avgifter vil redusere effektiviteten i økonomien gjennom de vridningseffekter vi vet er tilstede. Hovedhensikten med skattereformen tidligere på 1990-tallet var jo nettopp å bedre effektiviteten, og vi må være forsiktige med å undergrave det vi her har oppnådd. Våre muligheter til å innrette oss med et vesentlig annerledes skattenivå enn våre konkurrentland er også svekket som følge av økt markedsintegrasjon. Slike hensyn kan derfor tilsi at stabiliseringspolitiske tiltak først og fremst bør iverksettes på budsjettets utgiftsside.

Men heller ikke på utgiftssiden av budsjettet er det slik at vi kan redusere utgiftene uten konsekvenser for ett eller flere av de andre målene i finanspolitikken. Daglige medieomtaler av mangler i helse- og sosialsektoren, i vårt skole- og universitetssystem reiser alvorlige spørsmål om ytterligere innstramming i finanspolitikken etter tradisjonelt mønster er en farbar vei. Videre må vi dessverre regne med at vi bare ser begynnelsen av dette prioriteringsproblemet. Etterspørselen etter, og kravene til, flere av de sentrale oppgaver

som det offentlige i dag utfører, vil snarere øke enn avta med økende inntekter i årene fremover. Vi må regne med at den teknologiske og generelle samfunnsutviklingen snarere vil tilsa en økning enn en reduksjon av disse oppgavens andel av verdiskapingen. I tillegg vet vi jo at overføringenes andel av verdiskapingen vil øke - det følger av de retningslinjene som allerede er lagt for blant annet alderspensjonene.

Nå mener jeg ikke med dette å si at det ikke finnes muligheter til å redusere utgiftene innenfor den offentlige sektoren. Jeg ønsker imidlertid å påpeke at det foreligger en vanskelig målkonflikt mellom på den ene siden målene for stabiliseringspolitikken og på den andre siden alle de andre hensynene som må tas i finanspolitikken.

Finanspolitikken har de siste par årene ikke blitt strammet ytterligere inn, til tross for at høykonjunkturen er i ferd med å nå toppen. Det fremlagte forslag til statsbudsjett for 1998 innebærer en innstramming på ¼ prosent av BNP for Fastlands-Norge, målt ved endringen i det olje-, aktivitets- og rentekorrigerede overskuddet på statsbudsjettet. Vår vurdering i fjor høst var at det var nødvendig med en innstramming i finanspolitikken på om lag 1½ prosent av BNP for Fastlands-Norge dersom finanspolitikken alene skulle dempe veksten i økonomien nå slik at vi kunne unngå et tilbakeslag rundt århundreskiftet.

Solidaritetsalternativet har så langt vært vellykket, og trolig bidratt til at ledigheten har kunnet falle så mye som den har, uten at lønnsveksten har økt noe særlig. Men det er grenser for hvor lenge en slik politikk kan ha full effekt når etterspørselsveksten driver økonomien mot, eller endog over, kapasitetsgrensen. Bli ubalansene store, må vi regne med at markedskreftene før eller senere vil ta over. Sysselsettingen og yrkesdeltakingen er allerede høyere enn noensinne. Det er altså ikke noen ubetydelig oppgave partene i arbeidslivet går til når de snart starter vårens lønnsforhandlinger. Å få til en videreføring av den vellykkede linjen de har ført hittil vil utvilsomt være lettere om finanspolitikken i større grad hadde støttet opp under moderasjonslinjen.

Penge- og valutapolitikken

I vårt brev i fjor høst var Norges Banks vurdering at vi ikke lenger kunne legge til grunn at finanspolitikken ville sørge for en stabil økonomisk utvikling, og at vi syntes å ha kommet i en situasjon hvor kontinuerlig oppnåelse av det operative målet om stabilitet i valutakursen ikke var forenlig med grunnleggende mål om full sysselsetting og bærekraftig økonomisk vekst.

Dagens pengepolitiske styringssystem er som kjent fastlagt i valutaforskriften av 6 mai 1994 med tilhørende retningslinjer i de ulike budsjettpublikasjoner. I samsvar med dette er penge- og valutapolitikken innrettet mot å holde valutakursen stabil og dette er også i tråd med de anbefalinger Norges Bank ga i brev i april 1994 til Finansdepartementet: "Pengepolitikk under flytende valutakurser". Norges Bank la i dette brevet stor vekt på den lange tradisjonen Norge hadde hatt for fastkurspolitikk og understreket også pengepolitikken og valutakursens rolle som nominelt anker for lønnsoppgjørene og ramme for finanspolitikken.

I vårt 1994-brev pekte vi på at de overordnede målene for den økonomiske politikken er å legge forholdene til rette for lav arbeidsledighet og en bærekraftig økonomisk vekst og at

pengepolitikkenes viktigste bidrag til en stabil økonomisk utvikling var å opprettholde en lav pris- og kostnadsvekst. Selv om vi den gangen anbefalte valutakursstabilitet som et operativt mellommål påpekte vi derfor også at dette operative mellommålet i visse situasjoner burde justeres:

"Hvis økonomien rammes av alvorlige økonomiske forstyrrelser eller langvarige og sterke konjunktursvingninger, bør imidlertid det avledede valutakursmålet tilpasses det langsiktige målet for pengepolitikken".

Norge har som nevnt de senere årene erfart et sterkt og langvarig konjunkturoppsving som nå slår ut i økte presstendenser på mange områder av økonomien og vi er i en situasjon hvor vi har en kraftig konjunkturbevegelse og hvor styringssystemet for pengepolitikken etter Bankens oppfatning har bidratt og bidrar til at disse problemene forsterkes.

La meg i denne sammenheng minne om at mye av belastningen på finanspolitikken kan henføres til en prosyklisk pengepolitikk: For eksempel har innstramningen av finanspolitikken i løpet av de siste to årene for en stor del blitt nøytralisert av lettelser i pengepolitikken. I løpet av det siste (drøye) året er rentene senket med om lag 1 prosentpoeng. Beregninger som er foretatt i Norges Banks økonomiske modell RIMINI tyder på at 1 prosentpoeng nedgang i renten må motsvares av en innstramning i finanspolitikken på opp mot ¼ prosent av BNP for at den samlede innretningen av politikken skal virke nøytralt på økonomien. Slike beregninger er usikre og andre modeller for norsk økonomi kan nok gi noe andre resultater. Likevel er det åpenbart at de lave rentene har virket og virker ekspansivt på norsk økonomi.

Et viktig grunn til at pengepolitikken har virket prosyklisk, er at Norge siden midten av 1980-tallet systematisk har hatt en annen konjunkturutvikling enn landene i Kontinental-Europa. Rentenivået i de landene kronen er knyttet opp mot, har således gjennomgående ikke vært tilpasset konjunktursituasjonen i Norge.

Mens det i slutten av 1980-årene åpenbart var nødvendig å føre en stram pengepolitikk for å gjenopprette tilliten til kronen og bringe inflasjonen ned slik at det ikke nødvendigvis var noen konflikt mellom kursmålet og de endelige målene for den økonomiske politikken, er det bekymringsfullt at pengepolitikken i de senere år har bidratt til å forsterke oppgangskonjunktoren.

Det er selvsagt mulig at det tiåret vi har bak oss er spesielt. Overopphetingen av norsk økonomi i midten av 1980-årene fikk store konsekvenser for den økonomiske utviklingen i de påfølgende år. Videre fikk gjenforeningen av Tyskland i begynnelsen av 90-årene stor betydning for konjunkturutviklingen og pengepolitikken i Europa. Vi kan håpe at vi ikke blir utsatt for slike sjokk igjen. Likevel er det en del grunnleggende trekk ved norsk økonomi som kan tilsi at vi fortsatt vil få en systematisk annen konjunkturutvikling enn landene i Kontinental-Europa.

For det første er næringsstrukturen i Norge forskjellig fra de fleste land i Kontinental-Europa. I tillegg til den åpenbare betydningen av oljesektoren er det også grunn til å tro at store deler av fastlandsindustrien er i utakt med landene på kontinentet. Våre eksportbedrifter er

for eksempel svært råvareorientert, mens eksportbedriftene i Kontinental-Europa i langt større grad er ferdigvareprodusenter.

Det er også grunn til å tro at følsomheten overfor svingninger i renter i Norge er større enn i mange land i Kontinental-Europa og det vil i så fall forsterke virkningen av at vi befinner oss i en annen konjunkturfase enn disse landene. Dette kan nok særlig ha sammenheng med at renteendringer har stor effekt på norske husholdningers formuer fordi selveie av boliger er svært utbredt i Norge. Erfaringene har vist at det i Norge er en nær sammenheng mellom endringer i realrenten og endringer i boligprisene, som er den viktigste komponenten i norske husholdningers formuer. I de fleste andre europeiske land er bolig en langt mindre del av husholdningenes formue og endringer i boligpriser slår dermed i mindre grad ut i husholdningenes formuer selv om dette i noen grad oppveid av at husholdningene i andre europeiske land har større aksjeformuer som også påvirkes av renteendringer. Videre er en stor del av utlånsrentene i Norge knyttet til de kortsiktige rentene. I Kontinental-Europa er publikums lånerenter ofte faste i hele lånets løpetid og husholdninger og bedrifter blir dermed i mindre grad påvirket av svingninger i rentene.

Enkelte har hevdet at husholdningenes rentefølsomhet kan ha blitt redusert sammenliknet med 1980-tallet fordi husholdningenes nå har større finansielle fordringer og at økte renter dermed vil kunne virke positivt på husholdningenes inntekter. Dette er imidlertid ikke opplagt. Det er riktig at husholdningenes netto finansielle fordringer nå er høyere enn på 1980-tallet, men figuren viser også at forholdet mellom rentebærende gjeld og fordringer er om lag det samme som på siste del av 1980-tallet. Inntektsvirkningen for husholdningssektoren under ett av en renteøkning er dermed fortsatt negativ. Økningen i husholdningenes fordringer har sammenheng med at husholdningene blant annet har økt sine beholdninger av aksjer. En renteøkning vil virke negativt på verdien av aksjer og dermed gi husholdningene en negativ formueseffekt. Det kan derfor tenkes at rentefølsomheten faktisk har økt i forhold til 1980-årene.

De lave lånekostnadene er i ferd med å slå ut i en meget kraftig vekst i kredittilførselen særlig fra bankene og det er grunn til å tro at den sterke utlånsveksten har gjort flere finansinstitusjoner mer risikoutsatte. Selv om soliditeten i finansnæringen åpenbart er styrket siden midten av 1980-årene vil en fortsatt sterk utlånsvekst etterhvert kunne komme i konflikt med kravene til bankenes beholdning av kjernekapital.

Som jeg påpekte ovenfor er det en betydelig samvariasjon mellom renter og eiendomspriser. De lave rentene har bidratt til at boligprisene har økt med 40 prosent siden 1993. Dersom rentene igjen skulle øke betydelig vil vi måtte regne med at eiendomsprisene vil kunne falle. Et fall i eiendomsprisene vil i første omgang ramme bedrifter og husholdninger og redusere deres etterspørsel. Vi har imidlertid tidligere sett at dette lett kan få smittevirkninger for bankene dersom bedrifter og husholdninger får vanskeligheter med å betjene sine lån samtidig som verdien av bankenes sikkerheter har blitt redusert.

Mulige endringer i penge- og valutapolitikken

I Norges Banks brev til Finansdepartementet i fjor høst ble det diskutert om pengepolitikken i større grad kunne gi et bidrag til å stabilisere den økonomiske utviklingen enn det som Norges Bank mener er mulig med de retningslinjene vi i dag har for pengepolitikken.

Norges Bank anbefalte en omlegging av dagens kursforskrift i retning av å gi større fleksibilitet på kort sikt, men hvor målet om stabilitet i valutakursen beholdes. Konkret tilrådte vi at det kursleiet pengepolitikken styres mot - "utgangsleiet" - defineres videre enn i dag. Dette vil kunne gjøre det lettere å unngå problemene knyttet til en sterkt pro-syklisk pengepolitikk i situasjoner med fornyet press mot kronekursen. Samtidig vil en under et slikt alternativ i hovedsak kunne videreføre grunnlaget for den eksisterende ansvarsdelingen i den økonomiske politikken, spesielt i forhold til inntektspolitikken, ved at valutakursen fortsatt vil kunne tjene som et nominelt forankringspunkt.

I sitt svar på vårt råd om mer fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken viste regjeringen til "at det allerede er en viss fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken ved at det ikke er fastsatt noen sentralkurs for kronen med tilhørende svingningsmarginer". Videre pekte man på behovet for klare mål og ansvarsforhold mellom myndighetsorganer i pengepolitikken, som etter regjeringens syn er ivaretatt i de gjeldende retningslinjene.

Norges Bank har - som utøvende myndighet for pengepolitikken - tatt regjeringens svar til etterretning og vil selvsagt gjennomføre pengepolitikken i tråd med kursforskriften og de retningslinjer som er trukket opp for pengepolitikken.

Regjeringens svar må også innebære at vi kan forutsette at de øvrige elementer i den økonomiske politikken legges opp slik at det ikke oppstår målkonflikter i pengepolitikken. Dette vil være nødvendig for at vi innenfor retningslinjene om stabilitet i kronekursen kan føre en pengepolitikk som er i samsvar med de overordnede målene i den økonomiske politikken.

Med bakgrunn i det bilde jeg tegnet for norsk økonomi ovenfor må jeg likevel konstatere at det er en betydelig sannsynlighet for at vi ikke vil make å unngå et konjunkturomslag om noen år. Det kan godt tenkes at vi vil måtte belage oss på lav vekst og kanskje en reduksjon i formuespriser og sysselsetting. I en slik situasjon må vi også regne med at kapitalmarkedene vil kunne reagere og trolig forsterke omslaget, slik vi har erfaringer for i Norge og i andre europeiske land, og nylig i de asiatiske økonomier.

Det er altså ikke vanskelig å få øye på trekk som er bekymringsfulle og som kan føre til at et tilbakeslag kan bli sterkere enn det vi i våre anslag tør å legge til grunn. Formålet med å trekke fram disse momentene er imidlertid ikke å påstå at dette vil skje, men snarere å understreke farene ved at aktørene tilpasser seg til rammebetingelser som ikke kan vedvare over tid. I konjunkturoppgangen som ledet fram til overopphetingen av norsk økonomi på 1980-tallet var det nok få som forestilte seg at realrentene etter skatt kunne bli så høye som de ble noen år senere. Jeg håper at Norges Banks uttalelser i våre inflasjonsrapporter og andre steder har bidratt til å dempe urealistiske forventninger om fremtiden både når det

gjelder rentenivå og inntektsvekst - selv om vi ikke alltid når frem med våre råd - eller kanskje nettopp derfor.

ØMU og norsk pengepolitikk

La meg til slutt si noen ord om ØMU og de utfordringer dette stiller norsk pengepolitikk overfor. Den sterke politiske viljen som ligger bak planene og det forhold at mange land nå ser ut til å oppfylle de fleste av de såkalte Maastrichtkriteriene, trekker i retning av at ØMU etableres som planlagt. Euro vil således høyst sannsynlig bli innført 1 januar 1999 og det kan se ut til at 11 land vil delta i ØMU fra starten av.

Opprettelsen av ØMU og en felles valuta i Europa vil ytterligere forsterke den globale finansielle integrasjon. Medlemslandenes nasjonale finansmarkeder smelter i unionen sammen til ett dypt og likvid marked, og dette vil trolig igangsette store strukturelle endringer. Vi vil trolig se en utvikling mot flere store og kapitalsterke aktører som vil kunne forsterke tendensen til store kapitalstrømmer internasjonalt. Etableringen av effektive betalings- og oppgjørssystemer i euro vil bidra til å skape mindre "friksjon" og redusere kostnadene ved å flytte kapital. Gjennom EØS-avtalen er Norge en integrert del av det felles europeiske kapitalmarkedet, og vi må derfor være forberedt på det økte potensialet for kapitalstrømmer.

Det er mulig at interessen for norske kroner og andre valutaer i randsonen av ØMU vil øke som følge av at det blir færre andre europeiske valutaer å investere i. Vi må trolig regne med at det kan bli betydelige kursbevegelser mellom de store valutaene, og norske kroner kan i så fall framstå som en mulig diversifiserings- og tilfluktsvaluta selv om det er et lite marked. Hvor attraktiv kronen vil bli som investeringsalternativ, avhenger blant annet av hvor opptatt investorer vil være av et europeisk alternativ, og i hvilken grad finansmarkedene i Norge framtrer som likvide og godt fungerende. Vi kan imidlertid ikke se bort fra at etableringen av ØMU vil bidra til å forsterke utviklingen i retning av økt kapitalmobilitet og gjøre oss mer sårbare for spekulasjon.

Vi kan som nevnt legge til grunn at pengepolitikken fortsatt skal rettes inn mot stabil kronkurs. Kursforskriften gir imidlertid ingen konkret veiledning om hvilke europeiske valutaer som kronens verdi skal holdes stabil mot. I praksis blir det vel ofte antatt at dette innebærer at kronens verdi skal stabiliseres i forhold til ECU. ECU - som er en kurv av tolv av EU-landenes valutaer - er en syntetisk valuta som neppe vil ha noen praktisk interesse når euroen blir innført.

I Revidert Nasjonalbudsjett 1997 nevnes tilknytning til euro eller handelsveid valutakurv som mulige operative mål når de nasjonale valutaer erstattes av euro, og ecu ikke lenger blir notert. En euro-tilknytning vil antakelig oppfattes som en naturlig videreføring av dagens kursmål og representere stor grad av kontinuitet. Videre vet vi at ESB vil være en uavhengig sentralbank med et overordnet mål om prisstabilitet. Lykkes de med dette, vil en euro-tilknytning implisitt innebære et mål om lav inflasjon.

En euro-tilknytning kan gjøres om lag på samme måte som i dagens stabiliseringssystem - uten erklært paritet og uten fastsatte svingningsmarginer. Dette kan skje ved at Regjeringen

klargjør hvordan kursforskriftens krav om at "pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer" heretter skal forstås, eller at de lager en ny forskrift hvor dette framgår.

Et argument for å knytte kronen til euro er aktørens mulighet til å realisere effektivitetsgevinster dersom det blir mindre usikkerhet knyttet til fremtidig eurokurs. Effektivitetsgevinstene blir imidlertid mindre jo større fleksibilitet som tillates for kursforholdet mellom kroner og euro.

Som følge av at våre viktigste handelspartnere i EU har valgt å stå utenfor ØMU i den første fasen, vil euro representere en snevrere kurv enn ecu. Selv om 11 land deltar i ØMU fra starten, vil de bare representere 38 prosent av vår utenrikshandel. Euro-sonen vil stå for 46 prosent av handelen hvis også Danmark, som forventes å følge euroen tett gjennom ERM-2, inkluderes. Dersom det skulle bli store kursfluktasjoner i de internasjonale valutamarkeder, vil en tett euro-tilknytning gi betydelige svingninger i kronens effektive kurs. Den effektive kronekursen er, i hvert fall på kort sikt, viktig for lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor og gir - i tillegg til utviklingen i det relative kostnadsnivå - viktig informasjon om utviklingen i industriens konkurranseevne.

Jeg har ovenfor pekt på at dagens kursstabiliseringsregime har bidratt til prosyklisk pengepolitikk - hovedsakelig som følge av ulik konjunkturutvikling i Norge og Kontinental-Europa. Konjunkturforløpet i anglosaksiske land synes derimot å være mer i samsvar med det norske. Stabiliseres kroneverdien mot en kursindeks som også omfatter britiske pund og amerikanske dollar, kan sannsynligheten for at pengepolitikken skal virke prosyklisk, bli noe mindre.

Et alternativ til en euro-tilknytning kan være å stabilisere kronen mot konkurransekursindeksen, som gir uttrykk for valutakursens bidrag til endringer i industriens konkurranseevne. Det ville innebære en tilbakevending til det kurvsystemet som vi hadde i perioden 1978-90, men med en forskrift som åpner for større fleksibilitet i kronekursen. Lykkes det å holde kronens verdi målt mot konkurransekursindeksen stabil, vil fluktasjoner i de internasjonale valutakursmarkedene ikke påvirke industriens gjennomsnittlige konkurranseevne, og vi blir mindre sårbare overfor devalueringer og revalueringer i andre land.

Det er ikke åpenbart at et eventuelt valg mellom euro og en handelsveiet kurv vil innebære store forskjeller for pengepolitikken. Denne figuren viser handelsveiet og euroveiet rente og valutakurs. I perioder har det vært forskjeller, men hovedinntrykket er at rammebetingelsene ikke vil bli vesentlig forskjellig. Det kanskje noe overraskende forhold at euroveiet rente er svakt høyere enn den handelsveide renten fra 1990 har blant annet sammenheng med det svært lave rentenivået i Japan. Dette har motvirket at rentene i Storbritannia, USA og Sverige er høyere enn for euro-landene.

Enkelte har hevdet at euro etterhvert vil kunne bli anvendt i innenlandske betalinger i land utenfor unionen. En slik anvendelse av utenlandsk valuta kalles gjerne valutasubstitusjon. Et stort omfang av bruk av euro i Norge innebærer i sin ytterste konsekvens at vi ikke lenger har noen pengepolitikk fordi vi ikke lenger vil ha noen nasjonal valuta. Dersom dette skulle skje vil valget av kurstillknytning selvsagt være uten interesse.

Det er imidlertid få eller ingen eksempler på land med ordnede økonomiske forhold som rammes av et stort omfang av valutastitusjon. Hvilke forhold er det så som kunne tilsa at euro skulle bli tatt i bruk og fortrenge norske kroner som betalingsmiddel i Norge?

Norske bedrifter som handler med bedrifter både i Norge og ØMU vil kunne ønske å benytte euro også i Norge, for på den måte å sikre at inntekter og utgifter blir i samme valuta. Det er allerede stor oppmerksomhet i næringslivet om virkningene av euro, og de store bankene forbereder seg på å kunne tilby et bredt spekter av finansielle tjenester i euro til sine kunder. Hvor rask og omfattende en slik utvikling vil kunne bli er selvsagt meget usikkert.

Betydningen av euro i det norske markedet vil blant annet kunne avhenge av hvor stor handel vi har med euro-området. I 1996 ble EU-landenes valutaer benyttet som oppgjørsv valuta for 22 prosent av vår eksport og 37 prosent av vår import. Tilvarende tall for dollar var henholdsvis 57 og 23 prosent og for norske kroner henholdsvis 18 og 34 prosent. Den høye dollarandelen i oppgjøret av eksportbetalinger har blant annet sammenheng med at olje og gass stort sett handles i dollar. I tillegg er flere av de største industribedriftene og skipsfarten i hovedsak dollarbaserte.

Utformingen og praktiseringen av det penge- og valutakurspolitiske styringssystemet kan i seg selv få betydning for bruk av euro i Norge fordi dette vil påvirke stabiliteten i kronkursen overfor euro. Med en relativt streng valutakurstilknytning til euro, vil kroner og euro kunne bli svært nære substitutter, i hvert fall så lenge en slik tilknytningen er troverdig. Dette kunne bidra til økt bruk av euro. Ved en mer fleksibel kronkurs, vil svingningene i valutakursen bli større, og valutakursusikkerhet kan skape en barriere mot valutastitusjon.

En av grunnene til at valutastitusjon i liten grad har skjedd i de industrialiserte land er trolig at det bare er den nasjonale valutaen som er tvunget betalingsmiddel. Dette innebærer blant annet at det bare er den nasjonale valutaen som kan brukes til betaling av skatter og avgifter. Det er vel neppe noe som tyder på at euro vil bli et tvunget betalingsmiddel i Norge i den nærmeste fremtid.

La meg avslutningsvis også peke på at Canada, som jo har den amerikanske dollar som svært nær nabo og som har den største delen av sin utenrikshandel med USA, fortsatt har sin egen valuta og sin egen selvstendige pengepolitikk. Forøvrig vil jeg minne forsamlingen om at det i henhold til valutabestemmelsene ikke er tillatt for å for nordmenn å gjøre opp sine mellomværender i utenlandske kontanter. Vi vil nok derfor fortsatt se den norske kronen anvendt i betydelig i grad i Norge også etter at euroen blir introdusert.