

VALUTAPOLITISK SAMARBEID I ØMUS TREDJE FASE

Ragna Alstadheim, konsulent i Økonomisk avdeling, Norges Bank, og Anders Svor, spesialråd ved Norges delegasjon til EU, Brussel

Etter planen skal EUs monetære union starte 1. januar 1999. Det er klart at en del medlemsland ikke vil kvalifisere seg for deltakelse i første runde. Derfor arbeider man nå med utforming av et valutakurssamarbeid mellom disse «utenforlandene» og den monetære unionen. Det ligger en stor utfordring for EU i å etablere et valutakursregime som fungerer stabilt i en verden med stadig mer integrerte kapitalmarkeder. Utenforlandene må trolig delta i dette kurssamarbeidet for å kunne gå inn i den monetære unionen i en senere runde. Veien til deltakelse i den monetære unionen vil etter alt å dømme komme til å gå via et valutakurssystem med stor grad av fleksibilitet.

Bakgrunn

EUs forhandlinger om en økonomisk og monetær union ble sluttført under Det europeiske råds møte i desember 1991 og undertegnet i Maastricht i februar 1992¹. I Maastricht-traktaten finnes bestemmelser om Fellesskapets samarbeid på det økonomiske og monetære området, samt tidsfrister, kriterier og prosedyrer for innføring av en økonomisk og monetær union i tre faser.

Det viktigste elementet i den økonomiske unionen er det indre marked, med fri bevegelse av varer, tjenester, kapital og arbeidskraft. Formålet med det indre markedet er å få en reell økonomisk integrasjon. For å oppnå dette er det nødvendig med en økt økonomisk samordning. Prosedyrene for dette er nedfelt i ulike bestemmelser i traktaten:

- generelle retningslinjer for den økonomiske politikk (artikkel 103(2))
- multilateral overvåkning av den økonomiske utviklingen (artikkel 103(3-4))
- forpliktelser til å unngå for store offentlige budsjettunderskudd (artikkel 104C)
- programmer for økonomisk konvergens (artikkel 109E(2))

Den økonomiske union kan på flere måter sies å være etablert ved iverksettelsen av ØMUs annen fase den 1. januar 1994².

Gjennom EØS-avtalen deltar også Norge, med visse unntak, i det indre marked. Prosedyrene for samordning av den økonomiske politikken gjelder imidlertid kun for EU-landene, og EØS-avtalen omfatter ikke penge- og valuta-

politisk samarbeid³. I denne artikkelen skal vi begrense oss til å omtale valutasamarbeidet mellom landene som deltar i den monetære unionen, og de øvrige EU-medlemmene.

Den monetære union etableres ved iverksettelsen av ØMUs tredje fase. Unionen innebærer innføring av en felles valuta, som vil bli benevnt euro, og etablering av Det europeiske system av sentralbanker (ESSB). ESSB vil bestå av Den europeiske sentralbank (ESB) og de nasjonale sentralbanker i EU. ESBs hovedoppgave vil være å utforme og gjennomføre den felles pengepolitikk med det formål å opprettholde prisstabilitet i den monetære union. Vurderingen er at det beste bidraget pengepolitikken kan gi til høy vekst og sysselsetting, er en politikk rettet mot lav og stabil prisstigning.

Maastricht-traktaten gir visse kriterier som må være oppfylt før medlemsstatene kan delta i tredje fase. Disse konvergenskravene er knyttet til utviklingen i offentlige finanser, prisstigningen, de langsiktige renter og valutakursen (se ramme for nærmere omtale).

¹ Det europeiske råd er stats- og regjeringssjefenes møter. Maastricht-traktaten er gjengitt på norsk i «Traktater om opprettelse av De europeiske fellesskap og om Den europeiske union» (1994).

² En beskrivelse av EUs økonomiske og monetære samarbeid i fase to er gitt av Håkon Sannes i artikkelen «Økonomisk og monetært samarbeid i EU» i Penger og Kreditt nr. 2/94.

³ I artikkel 46 i EØS-avtalen heter det likevel at avtalepartene skal utveksle synspunkter blant annet på integrasjonens virkninger på pengepolitikken.

MAASTRICHT-TRAKTATENS KONVERGENSKRAV FOR ØMU

For å kvalifisere seg for deltakelse i Den økonomiske og monetære union fordres det at en medlemsstat oppfyller visse vilkår. Blant disse vilkårene finnes de såkalte konvergenstkriteriene. Formålet med disse kriteriene er at medlemsstatene skal ha nådd en høy grad av økonomisk tilnærming før de går inn i den monetære union.

Konvergenkskravene er omtalt i generelle vendinger i traktatens artikkel 109J(1). Kriteriene er utdypet i en egen protokoll (6) «om kriteriene for økonomisk tilnærming omhandlet i artikkel 109J i traktaten om opprettelse av Det europeiske fellesskap». For å få en fullstendig oversikt over hva konvergenstkriteriene faktisk innebærer, må man imidlertid også lese traktatens artikkel 104C om prosedyrene ved for store offentlige underskudd og den tilhørende protokoll (5) «om fremgangsmåten i forbindelse med for store budsjettunderskudd».

Når man setter alle disse bestemmelsene i sammenheng, fremkommer følgende konvergenkskrav:

1. Den prosentdel som det forventede eller faktiske offentlige underskudd utgjør av brutto nasjonalprodukt, skal ikke overstige 3 prosent, med mindre
 - denne prosentdel har avtatt vesentlig og vedvarende og har nådd et nivå nær referanseverdien
 - eller overskridelsen av referanseverdien bare skjer unntaksvis og er midlertidig og underskuddet forblir nær referanseverdien.
2. Den prosentdel som den brutto offentlige gjeld utgjør av brutto nasjonalprodukt skal ikke overstige 60 prosent, med mindre denne prosentdel avtar tilstrekkelig og nærmer seg referanseverdien i en tilfredsstillende takt.
3. Den gjennomsnittlige inflasjonstakten de siste tolv måneder må ikke overstige infla-

sjonstakten i høyst tre av de medlemsstater som har de beste resultater med hensyn til prisstabilitet, med mer enn 1,5 prosentpoeng. Inflasjonen beregnes ved hjelp av konsumprisindeksen på et sammenlignbart grunnlag, ulikhetene i nasjonale definisjoner tatt i betraktning.

4. Det gjennomsnittlige langsiktige rentenivå de siste tolv måneder må ikke overstige rentenivået i høyst tre av de medlemsstater som har de beste resultater med hensyn til prisstabilitet, med mer enn 2 prosentpoeng. Rentenivået beregnes på grunnlag av langsiktige statsobligasjoner eller sammenlignbare verdipapirer, ulikhetene i nasjonale definisjoner tatt i betraktning.
5. Deltakelse i valutakursordningen i Det europeiske monetære system med overholdelse av de normale svingningsmarginer uten alvorlige spenninger i minst de to siste år. Særlig skal medlemsstaten ikke på eget initiativ ha devaluert sin valutas bilaterale sentralkurs i forhold til en annen medlemsstats valuta i det samme tidsrom.

Som det fremgår, er ikke kriteriene helt presist utformet. Det europeiske råd har imidlertid uttalt at det må legges til grunn en streng overholdelse av konvergenstkriteriene for å være kvalifisert til deltagelse i den monetære union. Hva som menes med streng, blir trolig ikke avklart før Det europeiske råd tidlig i 1998 avgjør hvilke medlemsstater som er kvalifiserte.

Etter traktaten skal iverksettelse av tredje fase skje tidligst 1. januar 1997 og senest 1. januar 1999. Iverksettelse i 1997 krever at et flertall av medlemsstatene oppfyller kriteriene allerede ved utgangen av 1996. På sitt møte i Madrid i desember 1995 uttalte imidlertid Det europeiske råd at tredje fase skal iverksettes fra 1. januar 1999, siden bare et fåtall av medlemsstatene vil klare å oppfylle kravene i løpet av 1996. Beslutningen om hvilke land som skal delta, vil bli fattet tidlig i 1998 på basis av den økonomiske situasjonen ved utgangen av 1997.

Formuleringene av traktatens konvergenskrav gir noe rom for tolkning, og det er fra enkelte hold reist krav om at de må presiseres. Det vises til at både Kommisjonen og EMI (Det europeiske monetære institutt, forløperen til ESB) ifølge traktaten skal legge fram meldinger om oppnådd konvergens blant medlemsstatene som grunnlag for Rådets beslutning om hvilke land som er kvalifiserte. Disse institusjonene må da nødvendigvis legge til grunn en nærmere presisering av kravene. Når man likevel ikke ønsker å foreta presiseringer av kravene nå, henger dette sammen med flere forhold. For det første er traktatens ordlyd et resultat av en lang politisk prosess. En presisering av ett eller flere av kravene kan føre til at «Pandoras eske» åpnes, med krav om presisering også på andre områder. Dessuten ønsker man ikke nå å signalisere hvilken fleksibilitet som kan tolereres, både av frykt for at medlemsstatene vil redusere anstrengelsene for å oppnå økonomisk konvergens, og fordi det kan oppfattes som manglende tro på at iverksettelsen av tredje fase kan skje i tråd med traktatens forutsetninger.

Fritak for deltakelse i den monetære union

Det er en utbredt oppfatning at traktaten bygger på en underforstått antakelse om at et stort flertall av medlemslandene vil kvalifisere seg til deltakelse i fase tre i «første runde». Det er imidlertid tatt høyde for at ikke alle medlemslandene nødvendigvis vil kvalifisere seg til deltakelse samtidig.

Medlemsstater som ikke oppfyller konvergenskravene, vil derfor bli gitt fritak for deltakelse i den monetære union, jf. traktatens artikkel 109K(1). I tillegg har Storbritannia og Dan-

mark reservert seg mot deltakelse⁴. Statusen fritak er ment å være midlertidig, i og med at alle medlemslandene (med unntak av Danmark og eventuelt Storbritannia) er forpliktet til deltakelse i den monetære union.

Medlemsstatene med fritak (herunder Danmark og eventuelt Storbritannia) vil imidlertid fortsatt være underlagt flere bestemmelser hva angår den generelle innretningen og gjennomføringen av den økonomiske politikken. Medlemsstater med fritak for deltakelse i den monetære union vil således fullt ut delta i den økonomiske union.

Medlemsstatene med fritak skal fortsatt anse sin økonomiske politikk som en sak av felles interesse (artikkel 103), og de vil være underlagt de generelle retningslinjer for den økonomiske politikken som fastsettes av Det europeiske råd. Forbudet mot å la sentralbankene finansiere det offentlige underskudd (artikkel 104), forbudet mot å la offentlige institusjoner få privilegert adgang til finansmarkedet (artikkel 104A) og regelen om at fellesskapet eller andre medlemsland ikke kan hefte for eller påta seg forpliktelser for offentlig virksomhet i en annen medlemsstat (artikkel 104B), vil gjelde for alle medlemsstatene uavhengig av deltakelse i den monetære union.

Landene med fritak vil på linje med land som deltar i den monetære union, være forpliktet til å unngå for store offentlige underskudd⁵ (artikkel 104C), men de fleste av sanksjonsmekanismene som gjelder i fase tre dersom disse reglene brytes, vil ikke gjelde for utenforlandene.

Traktaten åpner for finansiell støtte til alle medlemsstatene i tilfelle det oppstår alvorlige problemer knyttet til eksterne sjokk (artikkel 103A). Medlemsstater med fritak vil i tilfelle betalingsbalanseproblemer kunne være berettiget til bistand, samt kunne gis anledning til å iverksette visse beskyttelsestiltak (artikkel

⁴ Både Storbritannia og Danmark har forhandlet seg fram til såkalte «opt out»-klausuler, jf. protokollene 11 (om Storbritannia) og 12 (om Danmark) til Maastricht-traktaten. Storbritannia skal underrette Rådet om landet ønsker å delta i fase tre før Rådet fatter sin beslutning om hvilke land som er kvalifisert. Danmark har allerede meddelt Det europeiske råd (Edinburgh desember 1992) at landet ikke vil delta i fase tre.

⁵ Dette gjelder ikke Storbritannia, som også har visse andre særbestemmelser sammenlignet med landene med fritak, jf. protokoll 11 til Maastricht-traktaten.

109H) for å hindre destabiliserende kapitalbevegelser.

Landene med fritak vil ikke kunne påvirke eller ha forpliktelser i forhold til pengepolitikken som formuleres og implementeres av ESB. De vil heller ikke delta i beslutninger i Rådet av økonomi- og finansministre (ECOFIN) i den grad Rådet involverer seg i spørsmål knyttet til pengepolitikk.

Økonomiske problemstillinger

Den økonomiske utviklingen har gjort det sannsynlig at gruppen av utenforland blir større enn det traktaten forutså. Det er i første rekke konvergenskravene knyttet til offentlige finanser som volder problemer, og særlig budsjettunderskuddene. Hvis man legger til grunn Europakommisjonens fremskrivninger som ble fremlagt i mai, vil bare sju land ha et underskudd under 3 prosent av BNP i 1997. Når det gjelder gjeldskravet, har flere land problemer med å komme under en brutto offentlig gjeld på 60 prosent av BNP. Det er imidlertid antatt at det vil bli utvist en viss fleksibilitet når det gjelder gjeldskravet, gitt at gjeldsraten er på vei nedover og budsjettunderskuddet er på plass. Flere EU-land vurderer eller har iverksatt tiltak med sikte på å bringe de offentlige finanser i overensstemmelse med konvergenskravene.

Den felles valuta vil fjerne kursusikkerhet og transaksjonskostnader for innenforlandene. Samtidig har disse landene nådd en høy grad av konvergens når det gjelder de offentlige finanser, og den felles pengepolitikk er innrettet mot prisstabilitet. Dette kan lede til lavere renter og økt aktivitet, noe som isolert sett bringer dem i en bedret konkurransemessig posisjon i forhold til utenforlandene. Til tross for dette vil det ikke være fullstendig økonomisk konvergens blant landene som deltar i den monetære union. Blant annet vil det fortsatt kunne være store forskjeller i arbeidsledigheten, noe som kan lede til spenninger. Enkelte frykter at dette kan lede til press om finansielle overføringer til utvalgte innenforland for å lette problemer som kan oppstå.

⁶ Uavhengigheten skal innebære at sentralbankene ikke skal be om eller motta instruks fra EUs organer eller institusjoner, medlemsstatenes regjeringer eller noen annen instans.

⁷ Se fotnote 5

På den annen side er det fra ulikt hold uttrykt en viss bekymring for at utenforlandene skal ty til en politikk med «konkurrerende devalueringer». I et tett integrert marked vil store kursbevegelser gi store virkninger på lønnsomhetsforholdene. Selv om en devalueringpolitikk kan lede til økt aktivitet på kort sikt, er det samtidig en stor risiko for at den på noe lengre sikt vil virke negativt gjennom sterkere prisstigning og høyere renter. Det er lite som tyder på at de store kursbevegelser en i perioder siden sommeren 1992 har erfart i EU, er resultat av en bevisst depresieringspolitikk. Til dels er de uttrykk for en manglende langsiktig innretning av den økonomiske politikken. Men i flere tilfeller kan de ikke henføres til fundamentale økonomiske forhold og kan antakelig i noen grad tilskrives politiske forhold.

Det vil være en felles oppgave for innenfor og utenforland å sikre at etableringen av den monetære union ikke leder til forstyrrelser for utviklingen av det indre marked. Den monetære union må ikke utvikle seg til en «klubb innenfor klubben» som kan vanskeliggjøre senere medlemskap for land som ikke er kvalifiserte i første runde. Utenforlandene på sin side må innrette sin politikk i tråd med traktatens ØMU-bestemmelser.

Iverksettelsen av tredje fase reiser således problemstillinger ut over det rent valutapolitiske samarbeidet. Dette gjelder både institusjonelle forhold og spørsmål knyttet til utforming av den økonomiske politikken i bred forstand. Disse problemstillingene vil ikke bli behandlet i denne artikkelen.

Etablering av et kursregime mellom deltakerne i den monetære union og landene med fritak

Landene med fritak og de som deltar i den monetære union vil ha nære pengepolitiske forbindelser. Sentralbankene til landene med fritak vil være medlemmer av ESSB. Dette innebærer at de må gjøres uavhengige⁶, og pengepolitikken må innrettes mot prisstabilitet⁷. ESSB vil overta de av EMIs oppgaver som fremdeles må utføres i fase tre, som følge av at ikke alle medlemsstatene deltar i den monetære union. ESSB vil derfor forestå koordineringen av det valutapolitiske samarbeid mellom ØMU og landene med fritak, ivareta tekniske sider ved et eventu-

t hold uttrykt
ndene skal ty
devaluering-
re kursbeve-
nsomhetsfor-
spolitikk kan
det samtidig
engre sikt vil
isstigning og
på at de sto-
en sommeren
av en bevisst
le uttrykk for
g av den øko-
lfeller kan de
onomiske for-
rad tilskrives

for innenfor-
ingen av den
styrrelser for
den monetære
lubb innenfor
senere med-
lifiserte i før-
ide må innret-
tatens ØMU-

teiser således
valutapolitis-
de institusjo-
til utforming
ored forstand.
oli behandlet i

mellom union og

deltar i den
epolitiske for-
ene med fritak
ette innebærer
pengepolitikk-
et⁷. ESSB vil
fremdeles må
ikke alle med-
e union. ESSB
av det valuta-
U og landene
ved et eventu-

elt ERM-lignende system og forberede teknisk innlemmelse i fase tre for landene med fritak.

Landene med fritak står ikke helt fritt i utformingen av sin valutakurspolitikk overfor den felles valuta eller tredjelandervaluta. Dette forholdet er regulert ved artikkel 109M i traktaten, der det heter at en medlemsstat med fritak skal behandle sin valutakurspolitikk som et spørsmål av felles interesse og at de i denne forbindelse skal ta hensyn til erfaringene fra samarbeidet innen rammen av Det europeiske monetære system (EMS)⁸.

Det europeiske råd har uttalt at medlemsstater som senere slutter seg til den monetære union, skal kunne gjøre dette på samme vilkår og betingelser som de land som deltar fra begynnelsen av. Dette innebærer at landene som har forpliktet seg til deltakelse i tredje fase, må oppfylle de samme konvergenskravene som landene som kom med i første runde. Blant disse er kravet om valutakursstabilitet, uttrykt som krav om deltakelse i minst to år i kurssamarbeidet ERM (artikkel 109J(1)).

Etter Kommissjonens syn impliserer disse bestemmelsene at det må etableres et formelt kursarrangement mellom euro og valutaene til de medlemsland som ikke deltar i den monetære union.

Denne problemstillingen ble diskutert på et uformelt ECOFIN-møte i april 1996. Det synes å være bred enighet om at kursstabilitet best kan oppnås gjennom et formelt kurssamarbeid. Et intra-EU valutakursarrangement (ERM II) synes å bli bygget på følgende prinsipper:

- Kurssystemet må bidra til å forberede ikke-deltakende medlemsstater på deltakelse i den monetære union. Gjennom en troverdig eurotilknytning vil utenforlandene isolert sett kunne holde et lavere rentenivå enn ellers, noe som vil lette presset på de offentlige finanser.
- Samtidig må kurssystemet ikke føre til problemer for gjennomføringen av den felles pengepolitikk i den monetære union. Dette vil være særlig viktig i begynnelsen av fase tre.
- Systemet må bidra til at det etableres en sone av valutakursstabilitet i EU, som ledd i å fremme økonomisk konvergens og det indre markedet. Store kursfluktuasjoner vil kunne påvirke den økonomiske veksten og utviklingen av det indre marked.

- Kurssystemet må oppfattes som troverdig blant markedsaktørene. Dette setter krav både til utformingen av selve systemet og den økonomiske politikken i utenforlandene.

Et mer fleksibelt kurssystem?

Det ERM som ble etablert i 1979, var et system med «faste, men justerbare valutakurser». I perioden fram til 1987 ble det da også foretatt en rekke kursjusteringer eller «realignment». Arbeidet med etablering av det indre marked og planene om en monetær union medførte imidlertid at det ble lagt større vekt på å holde faste kurser og unngå justeringer. Dette varte fram til høsten 1992. Opparbeidede spenninger blant annet som en følge av økende usikkerhet om den monetære union, utløste da en rekke justeringer som kulminerte med utvidelsen av svingningsmarginene sommeren 1993.

Utformingen av ERM II vil bygge på erfaringene fra sammenbruddet i ERM i 1993. Det er i ettertid blitt uttalt at sammenbruddet ikke skyldtes selve utformingen av systemet, men at det ble håndtert på en lite fleksibel måte. I det følgende skal vi gå litt nærmere inn på hvilke følger dette kan få for utformingen av et revidert ERM. Aller først vil vi rekapitulere de to vanligste argumentene for valg av faste fremfor flytende valutakurser, nemlig behovet for et nominelt anker, og ønsket om å unngå store fluktuasjoner i valutakursen.

For å vurdere den faste valutakursens rolle som nominelt anker kan vi ta utgangspunkt i en teoretisk ramme med kjøpekraftsparitet⁹ og full lønns- og prisleksibilitet. Reelle valutakurser, som er nominelle valutakurser korrigert for forskjeller i prisutvikling, vil innenfor denne rammen være stabile og i likevekt. Valg av valutakursregime vil her ha betydning for nominell utvikling. Dersom en ønsker samme prisutvik-

⁸ EMS består av valutakurssamarbeidet Exchange Rate Mechanism (ERM), kredittordninger og offisielle ECU. Alle EU-landene er med i EMS, men kun 10 medlemsland deltar i ERM.

⁹ Såkalt absolutt kjøpekraftsparitet innebærer at priser og nominelle valutakurser tilpasser seg slik at alle varer og tjenester koster det samme i alle land når man regner om til samme valuta. Valutakursen i et land, for eksempel norske kroner pr dollar, vil være lik forholdet mellom prisen på norske varer målt i kroner og de samme amerikanske varene målt i dollar. Et mindre strengt krav er relativ kjøpekraftsparitet. Det innebærer at endringer i priser hjemme i forhold til i utlandet slår ut en-til-en i nominell valutakursutvikling.

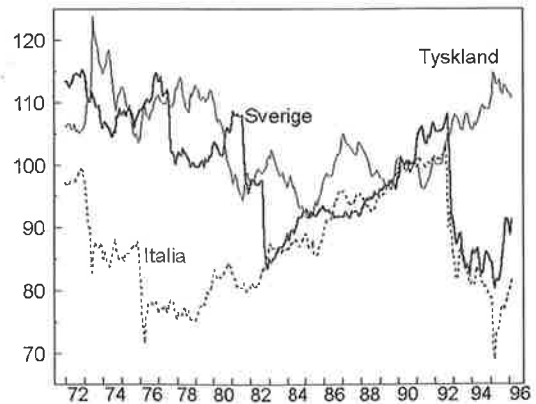
ling som i nabolandene, må en holde den nominelle valutakursen fast i forhold til disse landene.

Dersom man forutsetter at det ikke er full lønns- og prisleksibilitet, vil høyere inflasjon enn i nabolandene resultere i reell appresiering når den nominelle kursen er fast. Man vil oppleve tap av konkurransevne ved at reell valutakurs blir sterkere enn sitt likevektsnivå, basert på kjøpekraftsparitetsteorien. I neste runde vil man måtte gå gjennom en periode med lavt aktivitetsnivå og svakere pris- og kostnadsstigning enn i nabolandene, inntil likevekt i den reelle valutakursen er gjenopprettet. Troverdige annonsering av et fastkursmål kan her virke disiplinerende på partene i arbeidslivet, fordi for store lønnstillegg kan gi økt inflasjon med påfølgende tap av konkurransevne. På denne måten kan et fastkursmål være et hjelpemiddel til å unngå å havne i en lønns-pris-spiral. Når ECOFIN mener at et kursarrangement må «bidra til å forberede ikke-deltakende medlemsstater på deltakelse i den monetære union», har man nok denne disiplineringsmekanismen i tankene. I tillegg til at et fastkursregime kan sikre lav inflasjon, kan troverdige faste kurser bidra til lavere renter og også på den måten lette den økonomiske konvergensen.

Foruten at mange oppfatter lav inflasjon som mål i seg selv, er det en del som gjerne setter stabile nominelle valutakurser som et selvstendig mål. Dette gjenspeiles også i prinsippene man har blitt enige om når det gjelder et ERM II. Et ønske om stabile, men justerbare nominelle valutakurser var bakgrunnen for opprettelsen av Bretton-Woods-regimet etter andre verdenskrig. Selv med flytende kurser mellom de tre hovedvalutaene DEM, USD og JPY er man fremdeles opptatt av at kursene ikke beveger seg for mye av hensyn til handel i varer og kapital.

Europakommisjonen (1995) har konkludert med at den empiriske litteraturen ikke gir klare indikasjoner på at svingninger i valutakursene påvirker omfanget av internasjonal handel. Kommisjonen mener imidlertid at man ut fra litteraturen kan konkludere med at såkalte «misalignments» har en negativ effekt på internasjonal handel. «Misalignments» refererer seg til langvarige avvik fra likevekt i den reelle valutakursen. Et klassisk eksempel på «misalignment» er den sterke dollarkursen på midten

Figur 1. Reelle effektive valutakurser i Tyskland, Italia og Sverige. 1990=100



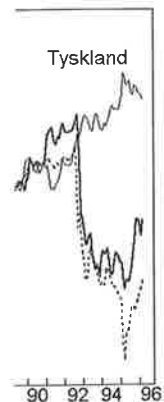
Figuren viser reelle effektive valutakurser, beregnet som nominelle effektive valutakurser deflatert med konsumprisutviklingen. Som det fremgår, er ikke reelle effektive valutakurser stabile over tid. Det vil si at kjøpekraftsparitetsteorien ikke holder, i hvert fall ikke på kort sikt. I Sverige og Italia opplevde man en kraftig reell depresiering i perioden fra 1992 til 1995, etter en langvarig periode med reell appresiering. Tyskland på sin side opplevde reell depresiering og bedring av sin konkurranseposisjon fra 1970-tallet til midten av 1980-tallet, og har hatt reell appresiering siden begynnelsen på 1990-tallet. De store endringene i konkurranseposisjoner i Italia og Tyskland på 1990-tallet kan sies å være en reversering av utviklingen siden midten av 1970-tallet. I Sverige har man totalt sett hatt en bedring i konkurranseposisjonen målt ved den reelle valutakursen over denne perioden. Der er den reelle effektive valutakursen nå på samme nivå som etter devalueringene på begynnelsen av 1980-tallet.

Kilde: OECD

av 1980-tallet. I den grad «misalignments» lettere forekommer med flytende enn med faste kurser, taler dette for at både utenforlandene og innenforlandene vil ha interesse av at et fastkursregime etableres mellom dem.

Innen EU legges det også vekt på at den felles landbrukspolitikken (CAP) kompliseres av valutakursfluktuasjoner. Dette har betydning for hvordan man mener valutakurssystemet bør utformes.

Såkalte konkurrerende devalueringer har vært et omdiskutert argument i forbindelse med etableringen av et nytt fastkursregime. Enkelte mener at et forpliktende fastkurssamarbeid er



urser, beregnet r deflatert med emgård, er ikke er tid. Det vil si der, i hvert fall oplevde man en a 1992 til 1995, ll appresiering. Depresiering og ra 1970-tallet til ell appresiering store endringe- og Tyskland på sering av utvik- iverige har man anseposisjonen er denne perio- takursen nå på re på begynnel-

ignments» let- enn med faste forlandene og av at et fast- l. på at den fel- mpliseres av : betydning for systemet bør

lueringer har rbindelse med regime. Enkelte ssamarbeid er

nødvendig for å unngå slike devalueringer. Andre mener denne problemstillingen er overdrevet. Et mål om lav inflasjon, og grundige erfaringer for at store devalueringer ikke kan gi varige økonomiske fordeler, tilsier at landene ikke vil ha interesse av å føre en slik politikk.

Dagens tett integrerte kapitalmarkeder kan gjøre det vanskelig å forsvare et system med faste valutakurser og smale svingningsmarginer mot spekulasjon. Dette tilsier at det vil være nødvendig å bygge en viss fleksibilitet inn i systemet. Eichengreen og Wyplosz (1993) påpeker det umulige i samtidig å ha helt frie kapitalbevegelser, faste valutakurser og selvstendig pengepolitikk. De mener at med frie kapitalbevegelser og uavhengige sentralbanker blir det umulig å etablere et stabilt fastkursregime i Europa. Selv uten at de faktiske valutakursene avviker fra reelle likevektskurser, kan man ifølge Eichengreen og Wyplosz oppleve selvpoppfyllende spekulasjon mot faste valutakurser. Eichengreen og Wyplosz ser derfor mørkt på muligheten for å etablere et fastkursregime av «tradisjonell type». De mener at man i stedet bør vurdere rask etablering av en monetær union eller beskatning av valutatransaksjoner.

Landene som ikke tilfredsstillter konvergenskriteriene, og som derfor vil bli stående utenfor den monetære unionen, vil imidlertid fortsatt kunne være utsatt for uønskede valutakursfluktuasjoner. Innføring av beskatning av valutatransaksjoner er heller ikke noen praktiserbar eller ønskelig løsning på problemet¹⁰. De Grauwe (1995) mener at en løsning vil være å slakke på kriteriene for deltakelse i fase tre. Tankegangen er at med dårlig inflasjonshistorie og troverdighetsproblemer vil mange land måtte forsvare sin fastkurspolitikk med høye renter. Historien har vist at land som har hatt høy inflasjon i tidligere år, må slite med et risikopåslag på sine renter. Høye renter vil skape problemer for den påkrevde finansielle konsolideringen, og landene kan miste ytterligere troverdighet. Devaluering kan deretter tvinge seg fram. Slik kan utenforlandene komme inn i en ond sirkel og bli tvunget til å forbli utenfor den monetære unionen hvis de ikke kommer med i første runde. Kostnadene forbundet med å få ned inflasjonen i landene med lav troverdighet, ville bli redusert vesentlig dersom landene ble tillatt å delta i den monetære unionen før de har oppnådd full konvergens. Utfordringen ligger iføl-

ge De Grauwe i å sikre finanspolitisk ansvarlighet etter at landene har kommet inn i den monetære unionen.

Gitt at EU ikke letter konvergenskriteriene og etablerer en «stor» monetær union, og at man fastholder ønsket om valutakursstabilitet, står man igjen med utfordringen i å lage et nytt valutakursregime innenfor rammen av frie kapitalbevegelser. Gros (1996) har foreslått etablering av såkalte «currency boards» for de av utenforlandene som har oppnådd stor grad av konvergens¹¹. Dette betyr at de skal låse valutakursen fast mot euro, uten svingningsmarginer. Han mener at en slik sterkere forpliktelse til å holde kursen fast kan sikre stabiliteten i et fastkursregime. Et currency board vil i realiteten innebære en ensidig tilslutning til den monetære unionens pengepolitikk. Utenforlandene vil ikke ha noen innflytelse på utformingen av denne politikken i og med at de ikke vil være representert i ESBs styrende organer.

Forslagene til De Grauwe og Gros vil være vanskelig å ta hensyn til i praksis, idet traktaten ligger fast, og etablering av et «currency board» kan anses som politisk umulig. Alexandre Lamfalussy, lederen for EMI, har på sin side gjentatte ganger uttalt at han anser stabilitet i reelle valutakurser som viktig for den økonomiske utviklingen, og at fleksibilitet i valutakurssystemet for utenforlandene er ønskelig for å oppnå dette¹². For øvrig har flere land, inklusive Norge etter desember 1992, erfaring for at et fleksibelt valutakursregime ikke nødvendigvis fører til store fluktuasjoner i valutakursene. Med formell fleksibilitet i valutakursene må andre deler av politikken sikre faktisk stabilitet i valutakursene, slik også ECOFIN legger opp til i prinsippene for det nye regimet.

Tanken om at det nå både er nødvendig og ønskelig med en viss fleksibilitet i kursregimet, er nokså annerledes enn ideene bak ERM-systemet i sin tid, i hvert fall slik ERM-systemet fun-

¹⁰ Se f. eks. Vikøren og Hvidsten (1993).

¹¹ Et «currency board» fungerer ved at sentralbanken forplikter seg til å la innenlandsk likviditet (den monetære base) være bestemt kun av valutareservene. For hver enhet utenlandsk valuta sentralbanken kjøper kan den monetære base øke tilsvarende. Dette innebærer på den annen side at valutautstrømming helt automatisk vil føre til likviditetsinnstramning og høyere renter innenlands.

¹² Blant annet under en rundebordskonferanse om den felles valuta i Brussel 22. januar 1996.

gerte i perioden 1987-1992. Et argument for at det nå kan være grunnlag for å tenke annerledes, og gi slipp på valutakursen som eneste nominelle anker, er at man har en annen forankring av tanken om prisstabilitet og budsjettkonsolidering enn på 1970- og 80-tallet.

Implikasjonen av den nye, mer pragmatiske holdningen til fastkursregimer er antakelig at man vil gjøre individuelle tilpasninger for det enkelte land ved utformingen av et kursregime mellom euro og valutaene til landene med fritak. Det kan argumenteres for at de landene som ikke kvalifiserer seg for ØMU på grunn av avvikende kostnadsutvikling, vil ha behov for større fleksibilitet i valutakursene enn andre land. Disse landene står overfor en stor utfordring når det gjelder troverdighet i pengepolitikken. Andre land kan antakelig være mer ambisiøse i sine målsettinger om kursstabilitet uten å miste troverdighet. Danmark, med en liten åpen økonomi tett integrert med Kontinental-Europa, har for eksempel indikert at de er interessert i en avtale med den felles sentralbanken om smale svingningsmarginer¹³.

Storbritannia har lagt seg på en egen linje, og uttalt at de ikke ønsker å delta i noe kursarrangement i det hele tatt. Dette må tolkes som at de legger liten vekt på valutakursen som nominelt anker. Videre betyr det at de legger særlig stor vekt på fleksibilitet i den nominelle valutakursen. Likevekten i den reelle valutakursen kan endre seg over tid, ved at kjøpekraftsparitetsteorien ikke beskriver en langsiktig likevekt for den reelle valutakursen. Dersom pengepolitikken er rettet mot lav pris- og kostnadsvekst, vil en viss fleksibilitet i den nominelle valutakursen da være nødvendig for å gjenopprette likevekten i den reelle valutakursen¹⁴.

En skisse av ERM II

Artikkel 109M sier bestående myndighetsfordeling skal legges til grunn ved utøvelsen av valutakurspolitikken. Dette vil trolig innebære at et fremtidig kurs- og intervensjonssamarbeid vil

¹³ Uttalelse fra den danske økonomi-ministeren Marianne Jelved til Reuters i forbindelse med det uformelle ECOFIN-møtet i Verona i april 1996.

¹⁴ Vi skal ikke gå inn på ulike definisjoner av reelle likevektskurser, og den nærliggende diskusjonen av optimale valutaområder og valg mellom faste eller flytende valutakurser. Det temaet faller utenfor rammen for denne artikkelen.

bli inngått som en avtale mellom ESB og de nasjonale sentralbanker i landene med fritak på grunnlag av en resolusjon fra Det europeiske råd. Det vil fortsatt tilligge de nasjonale politiske myndigheter å endre kursforholdene.

Medlemskap

Et av kravene for deltakelse i den monetære union er to års medlemskap i ERM med overholdelse av de normale svingningsmarginer. Etter at svingningsmarginene i ERM ble utvidet fra $\pm 2,25$ prosent til ± 15 prosent sommeren 1993, er det uklart hva som er det reelle innholdet i dette kravet. Enkelte land mener det viktige må være vedvarende kursstabilitet fremfor formelt medlemskap i kursmekanismen. Et flertall av medlemslandene synes imidlertid å mene at slik deltakelse skal være obligatorisk for alle som ønsker å delta i den monetære union.

Hensynet til likebehandling tilsier samme vurderingsprinsipper for de medlemsstater som kvalifiserer seg på et senere tidspunkt. Mye tyder derfor på at tilslutning til et revidert intra-EU kursarrangement vil bli gjort obligatorisk to år i forveien for de land som ikke kvalifiserer seg i første runde, men som har forpliktet seg til deltakelse i den monetære union.

De land som har «opt out»-klausuler (Storbritannia og Danmark) for deltakelse i den monetære union, vil trolig få anledning til å slutte seg til kurssystemet på frivillig grunnlag. Enkelte land har riktignok tatt til orde for at det bør være obligatorisk medlemskap i kursmekanismen for alle EUs medlemsstater. Dette synet har imidlertid vunnet liten tilslutning blant de øvrige medlemsstatene.

Ansvar for å bevare stabiliteten mot den felles valuta

Euro vil være ankervalutaen i systemet, og siktemålet vil trolig i første rekke være å sikre at utenforvalutaene oppnår bilateral stabilitet mot den felles valuta. I forhold til dagens system vil ERM II bli klart mer asymmetrisk, i den betydning at de gjensidige forpliktelsene for opprettholdelse av kursstabilitet tones ned, mens forpliktelsene for utenforlandene vektlegges desto sterkere.

Som diskutert over, er en valutakursordning i

ESB og de ned fritak på de europeiske nasjonale politisdene.

en monetære M med overingsmarginer. M ble utvidet i sommeren reelle innholer det viktighet fremfor smen. Et flerllertid å mene torisk for alle union.

ilsier samme msstater som spunkt. Mye revidert intrabligatorisk to kvalifiserer pliktet seg til

ausuler (Stortakelse i den ledning til å illig grunnlag. orde for at det p i kursmekaker. Dette synet ning blant de

eten mot

stemet, og sikvære å sikre at l stabilitet mot gens system vil k, i den betydne for opprettet, mens forsktegges desto

takursordning i

seg selv ikke tilstrekkelig til å oppnå kursstabilitet. Av denne grunn er det foreslått at de nåværende konvergensprogrammene skal videreføres i form av formaliserte stabilitetsprogrammer. Det vil innebære at landene med fritak skal legge fram mellomangsigte planer for innretningen av den økonomiske politikk med sikte på å nå traktatens krav knyttet til offentlige finanser. Landene skal forplikte seg til jevnlig revurderinger av programmet og til å iverksette de tiltak som vil være nødvendige. Dette vil i seg selv bidra til å øke troverdigheten. Forslaget synes å ha fått bred oppslutning blant finansministrene.

Mer kontroversielt er forslaget om at programmet skal forelegges Rådet før det blir vedtatt av de nasjonale parlamenter. Tanken er at programmet på denne måten skal gjøres mer forpliktende overfor Rådet. Dette kan komme i konflikt med det enkelte medlemslands kompetanse til selv å utforme sitt budsjett.

Fastsettelse av kurspariteter

En svakhet med ERM slik det fungerte fram til sommeren 1993, var at endringer i kursparitetene gjennomgående ble foretatt for sent, fordi devalueringer ble oppfattet som et nasjonalt nederlag. En kursjustering i ERM gjennomføres ved gjensidig enighet, men i praksis kun på anmodning fra angjeldende land. Dette kan lett føre til at det oppstår spenninger i kursmekanismen. For å unngå slike situasjoner i ERM II vurderes det om alle partene i valutasamarbeidet skal ha rett til å anmode om kursjusteringer. En slik gjensidig rett vil kunne virke disiplinerende på den økonomiske politikken i utenforlandene. Likeledes er det foreslått at det bør innføres et system med jevnlig vurderinger av kursparitetene for utenforvalutaene mot euro. Dette både for lettere å kunne avpolitiserer eventuelle endringer og for å unngå at justeringer først blir foretatt etter at det har bygget seg opp et press i markedet.

Etablering av en slik prosedyre for kursjusteringer vil være avgjørende for omfanget av forpliktelser ESB vil påta seg. ESB vil trolig være svært tilbakeholden med å påta seg omfattende forpliktelser i et kurssystem dersom banken ikke gis reell mulighet til å påvirke hvordan systemet skal håndheves.

Det kan argumenteres for at ESB med dette

kan komme i en uheldig dobbeltrolle: på den ene siden er dens hovedoppgave å sørge for prisstabilitet for euro-området, samtidig skal den altså ha rett til å anmode om justeringer av valutakursen for utenforlandene. Vil en eventuell anmodning om kursjustering kunne være helt nøytral, eller vil den i første rekke være påvirket av hensynet til innenforlandene?

Denne mulige rollekonflikten har trolig mer teoretisk enn praktisk interesse. ESBs intervensjoner til støtte for en utenforvaluta vil være beskjedne og ikke under noen omstendigheter av et omfang som kan true euroens stabilitet. En anmodning om kursjustering av en utenforvaluta vil derfor ikke ha sin begrunnelse i dette. Problemstillingen illustrerer imidlertid den asymmetri det vil bli lagt opp til: hovedansvaret for opprettholdelse av kursstabilitet blir lagt på utenforlandet ved den økonomiske politikk det har forpliktet seg til å føre. Klarer ikke landet å gjennomføre denne politikken og dermed oppnå konvergens, er det heller ikke nødvendigvis grunnlag for å opprettholde valutakursen mot euro. Dette vil igjen kunne få konsekvenser for når landet kan bli medlem av den monetære union.

Svingningsmarginer

Spørsmålet om svingningsmarginer vil trolig ikke bli avgjort før det er avklart hvilke land som er kvalifiserte for deltakelse i tredje fase. To alternativer synes å bli diskutert.

Et alternativ er at det formelt etableres kun ett bånd med en vid svingningsmargin. Opprettholdelse av dagens ± 15 prosent blir på enkelte hold ikke utelukket. På mer uformelt grunnlag kan smalere svingningsmarginer avtales etter hvert som større konvergens oppnås for det enkelte utenforland. På denne måten blir det etablert en «trakt» med avtagende uformelle svingningsmarginer. Et slikt system kan sies å være mye likt måten ERM faktisk har virket på siden sommeren 1993. Utvidelsen av svingningsmarginen i august 1993 må sies å ha vært relativt vellykket med hensyn til å oppnå kursstabilitet, og da særlig for de land som har de fundamentale økonomiske forholdene i orden og en klart uttalt forpliktelse om deltakelse i tredje fase. Brede svingningsmarginer reduserer muligheten for spekulative angrep med siktemål å fremprovosere en kursjustering.

Et annet alternativ er at de formelle svingningsmarginer landdifferensieres, med smalere margin desto større konvergens som er nådd. Av disse alternativene synes det første for tiden å ha bredest støtte.

ESBs forpliktelser

Hvilke forpliktelser ESB vil påta seg i en fremtidig kursmekanisme, vil ikke bli endelig bestemt før ESB er etablert. Imidlertid er det mye som tyder på at ESB vil påta seg visse intervensjonsforpliktelser som et ledd i å øke troverdigheten til kurssystemet. Disse vil trolig bli gjort automatiske, men de vil ikke være ubegrensede, fordi dette kan vanskeliggjøre oppfyllelse av ESBs primære mål om prisstabilitet.

Dersom valutakursen for et utenforland faller til ytterkanten av en relativt bred svingningsmargin, kan dette være et tegn på at kursen ikke reflekterer de underliggende økonomiske forhold. ESB vil neppe forplikte seg til støtteintervensjoner for et land som ikke lojalt innretter sin politikk med sikte på å oppnå økonomisk konvergens. Da vil det være mer naturlig at ESB anmoder om en kursjustering. Dersom angjeldende land motsetter seg dette fordi det kan forsinke landets inntreden i den monetære union, vil ESB trolig suspendere sine intervensjonsforpliktelser, eventuelt be om at svingningsmarginen midlertidig suspenderes. Begge disse tiltakene vil i realiteten innebære at landet forlater kursmekanismen. En eventuell intervensjonsforpliktelse for ESB vil derfor trolig være mer formell enn reell.

Derimot kan det argumenteres for at det vil være mer naturlig at ESB vil gå inn med intramarginale intervensjoner til støtte for et land som har nådd en høy grad av konvergens, men som plutselig blir utsatt for kortsiktige kursfluktasjoner. Gitt at et slikt land har en uformell og smalere svingningsmargin enn den formelle, vil eventuelle intervensjoner i dette tilfellet bli foretatt utfra diskresjonære vurderinger.

Det videre arbeid

Europakommisjonen og EMI utreder for tiden de ulike elementene i et fremtidig valutapolitisk

samarbeid. I tillegg til det rene kurs- og intervensjonssamarbeidet, vil man også diskutere utforming av mulige kredittordninger, tilsvarende de man har i det eksisterende EMS-samarbeidet. Dessuten må det vurderes hvordan man best kan etablere systemer for jevnlig overvåking av den økonomiske utviklingen i utenforlandene som grunnlag for å foreta eventuelle kursjusteringer.

Forholdet mellom den monetære union og utenforlandene vil bli et hovedtema på det uformelle finansministermøtet i september. Målet er å fremlegge et forslag for stats- og regjeringssjefene til deres møte i desember. Elementene i det fremtidige kurssamarbeidet vil i store trekk bli fastlagt på dette møtet.

Tolkningen av det reelle innholdet i valutakurskravet vil bli gjort av stats- og regjeringssjefene tidlig i 1998. Samtidig vil den endelige utformingen av valutakurssystemet bli avklart. Til en viss grad vil utformingen av systemet trolig være avhengig av hvilke medlemsstater som ikke kvalifiserer seg for deltakelse i den tredje fase. Dessuten er det først på dette tidspunkt at ESB blir etablert. Det vil ikke være mulig å fastlegge den endelige utformingen av et valutakursregime med euro som ankervaluta før den felles sentralbanken er etablert.

Referanser

- De Grauwe, Paul (1995): «The economics of convergence towards monetary union in Europe», *CEPR Discussion Paper Series No. 1213*
- Eichengreen, Barry og Charles Wyplosz (1993): «The Unstable EMS», i W.C. Brainard og G. L. Perry (ed.), *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Europa-Kommisjonen (1995): «The impact of exchange-rate movements on trade within the single market», *European Economy No 4*.
- Gros, Daniel (1996): «Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects», *CEPS Paper No. 65*.
- Traktater om opprettelse av De europeiske fellesskap og om Den europeiske union (1994), Utenriksdepartementet, juni 1994.
- Vikøren, Birger og Vette Hvidsten (1993): «Bør kapitalbevegelser skatlegges?», *Sosialøkonomen nr 1*.