

Hvor er Keynes?

Vi lever i en rar verden. Noen valutakurser er for faste. Andre svinger for mye. Det internasjonale monetære systemet er inne i en krise. Hva ville Keynes sagt?

ARNE JON ISACHSEN
Professor, Handelshøyskolen BI

ENKLERE I GAMLE DAGER

Det monetære systemet vi fikk etter den andre verdenskrigen, som var overvåket av Det internasjonale pengefondet (IMF), hadde en passe blanding av fast og flytende kurs. Den amerikanske dollaren var bundet til gull. De andre valutaene hadde fast kurs til dollar. Dermed hadde de fast kurs mot hverandre. Daglige svingninger på pluss/minus én prosent mot dollar var tillatt.

Imidlertid var her muligheter for å endre kursen, som dermed ikke var helt fast likevel. Om et lands økonomi var preget av «fundamental ubalanse», kunne IMF gi samtykke til en endring av den faste kursen.

Et siste, viktig element var fravær av frie kapitalbevegelser. Når aktørene ikke fritt kan veksle penger over fra en valuta til en annen, blir det mye lettere å stå imot press fra markedet. Den faste kursen lar seg lettere holde fast. Friere kapitalbevegelser, som vi etter hvert fikk, og siden 1990 så godt som helt frie for mange land, har vist seg å være en blandet velsignelse. Eller hvorfor tror du den massive misligholdelsen av boliglån i USA som startet for tre år siden, fikk banker og finanshus verden rundt i kne?

Et tiltak til som Keynes gjerne ville hatt med, var at land med overskudd på handelsbalansen, skulle betale en avgift

til IMF. Ved en slik politikk ville land med eksportoverskudd få incentiver til å øke importen. Amerikanerne gikk i mot. De lå an til store overskudd de nærmeste årene etter krigen. Et mer symmetrisk system for å rette opp handelsmessige ubalanser, der ikke bare ansvaret ligger på underskuddslandene, så aldri dagens lys.

FELLES VALUTA – DET ULTIMATE FASTKURSSYSTEMET

Mellom de 16 landene som nå har euro som pengeenhet, er det ikke mulig å endre valutakursen. Ganske enkelt fordi det ikke er noen. Hva skal til for at et slikt system skal være robust og holde seg over tid?

Teorien om «optimale valutaområder» stod sentralt i debatten før innføring av euroen. Om land eller regioner skal ha felles mynt, bør de ha en likeartet økonomisk struktur. For med lik struktur kan man påregne å ha noenlunde sammenfallende konjunkturer. Da vil den felles renten som følger av felles mynt, kunne passe dem alle.

Paul Krugman: «... the United States would be better off with a half-dozen regional currencies»

En omfattende, empirisk litteratur om temaet så dagens lys. Et av de artigste bidragene stod Paul Krugman for. I sin artikkel: «What do we need to know about the international monetary system?», konkluderer han: «... the United States would be better off with a half-dozen regional currencies»¹.

Viktigere enn lik struktur i økonomien er lik preferanse for inflasjon. Det spiller mindre rolle om hvilket nivå for inflasjon man legger til grunn. Det sentrale er samme inflasjon. I euroland er denne raten satt til to prosent. Men når Hellas ligger godt over og Tyskland godt under, er det duket for problemer. Hellas mister konkurransekraft, mens Tyskland vinner. Når Hellas omsider innser at konkurransekraften må bedres, innebærer fravær av en valuta å skrive ned, at må man kutte i nominelle lønninger.

REFORHANDLING AV STATSGJELD MÅ TIL

Det gikk med euroen som Jaques Delors, tidligere formann i Kommisjonen og mannen som mer enn noen ivret for etableringen av felles mynt i EU, hadde fryktet. Markedet priset ikke inn risiko for mislighold av statsgjeld i starten. Men da markedet først gjorde det, skjedde det på brutalt vis. Bare spør grekerne.

¹ «What do we need to know about the international monetary system», Essays in international finance, No. 190, Princeton University, New Jersey.

«Markedet priset ikke inn risiko for mislighold av statsgjeld i starten. Men da markedet først gjorde det, skjedde det på brutalt vis. Bare spør grekerne.»

Når situasjonen er blitt som den er blitt – en statsgjeld i Hellas tilsvarende 130 prosent av BNP, en økonomisk vekst i år på minus fire prosent og et underskudd på statsbudsjettet tilsvarende åtte prosent av BNP, er man kommet til veis ende. Hva Hellas trenger er å reforhandle sin gjeld. Tap må tas. Spørsmålet er hvem som skal ta dem.

Du som sitter på greske statspapirer og forventer å få fem euro hvert år i fire år og 105 euro om fem år, må kanskje nøye deg med tre euro hvert år i fire år og 60 euro om fem år. Tiden er moden for at Hellas kan forhandle frem en slik løsning med sine kreditorer. Faktisk ligger forventninger om en slik reforhandling inne i dagens prising av greske statsobligasjoner. Som fort vekk prises til nærmere ti prosentpoeng over tyske.

BEHOV FOR FELLES FINANS-POLITIKK?

Tror du at den statsfinansielle krisen i euroland lar seg løse ved at hvert enkelt

land sender sine budsjetter til Brussel for godkjenning der? Jeg tviler. Bak euroområdet står 16 land, hvert med sitt parlament og sin regjering. Å underkaste de lovlig valgte myndigheter et diktat fra Brussel kan jeg vanskelig se lar seg gjøre.

Nye regler om bøter for euroland som bruker penger staten ikke har, er en blindgate. Slike regler har man lenge hatt. Men manglende villighet til å ta dem i bruk. Dessuten blir ikke problemene – nemlig de store underskuddene – mindre om bøter kommer på toppen.

«siden dollar ble vurdert som en sikker havn, styrket den seg mer enn konkurranseutsatte bedrifter i Amerika likte.»

ALT FLYTER

Mens euroland strever med et helt rigid valutasystem, sliter land som Japan og Brasil med valutaer som har styrket seg plagsomt mye den senere tiden. Også den amerikanske dollaren har blitt sterkere enn man skulle trodd da finanskrisen, som har sitt opphav i USA, satte inn. Men siden dollar ble vurderes som en sikker havn, all uroen til tross, strømmet mange midler over i denne valutaen som følgelig styrket seg mer

enn konkurranseutsatte bedrifter i Amerika likte.

Problemet med valutakurser er at de bestemmes i stor grad ut fra formuesvurderinger. Hvor kan jeg påregne å få best avkastning på mine midler? Men valutakurser har også som oppgave å ivareta et lands konkurransevne. Den kursen som er passende ut fra hensynet til konkurransevnen, er ikke alltid den kursen de som driver med formuesplasinger i markedet, ender opp med.

KRISE I DET INTERNASJONALE MONETÆRE SYSTEMET

Fordelen med en krise er at man vinner økt innsikt. I etterkant av kriser har man dermed både motivasjon og kunnskaper til å lage bedre og mer robuste systemer. Men slik ser det ikke ut til å være denne gangen.

Hva trenger vi internasjonale finansmarkeder for? Det kunne vært et nyttig utgangspunkt for drøftelser av reformer i IMF og andre fora. I stedet har vi fått et lappverk av nye regler og reguleringer. Undrer meg på om de sentrale aktørene i finansmarkedene har sterke egeninteresser av å flikke på det bestående og for mye penger og makt til å hindre mer dyptgående endringer? Eller er det slik at akademikerne er for puslete og engstelige til å fremme mer drastiske forslag?

Hvor er Keynes?