

Steinar Holden



# GLOBALISERING

Frie kapitalkrefter



# **Frie kapitalkrefter**

## Noen konsekvenser for nasjonal økonomisk-politisk styring

Steinar Holden

**Fafo**

© **Forskningsstiftelsen Fafo 1999**

**ISBN 82-7422-243-1**

**Omslagsillustrasjon: Jon S. Lahlum**

**Omslagsdesign: Kåre Haugerud**

**Trykk: Centraltrykkeriet AS**

## Innhold

Forord .....	5
1 Innledning .....	7
2 Kort historisk tilbakeblikk .....	8
3 Fordeler med internasjonal kapitalmobilitet .....	9
4 Kapitalmobilitet og penge- og valutapolitikken .....	11
4.1 Fri kapitalmobilitet og fast/stabil valutakurs .....	12
4.2 Fast valutakurs ved å innføre et seddelfond .....	15
4.3 Inflasjonsmål for pengepolitikken .....	17
5 Kapitalmobilitet og finanspolitikken .....	17
6 Kapitalmobilitet og finansiering av offentlig sektor .....	19
7 Global kapital og inntektsfordeling .....	20
8 Global kapital og makroøkonomisk usikkerhet .....	21
9 Avslutning .....	23
Referanser .....	25
Publikasjoner fra Det 21. århundrets velferdssamfunn .....	28



## Forord

Denne rapporten er et av sluttproduktene i prosjektet Det 21 århundrets velferds-samfunn. Prosjektet er finansiert av Landsorganisasjonen i Norge og Det norske Arbeiderparti i forbindelse med LOs hundreårsjubileum i 1999. Det er stor tematisk og faglig bredde i prosjektet, det spenner over temaer innenfor økonomi og arbeidsliv, hverdagslivet og det sivile samfunn, velferdsstatens tjenester, trygd og fordeling. I en rekke publikasjoner diskuteres hvordan det norske samfunn har utviklet seg de siste tiårene, og hvilke utfordringer og mulige veivalg vi står overfor på terskelen til et nytt årtusen.

Prosjektet inneholder bidrag fra forskere i Norge og fra utlandet. Det er stor variasjon i rapportenes omfang og dybde. Noen er basert på seminarinnlegg, mens andre resultatet av lengre utredningsarbeid. En fortegnelse over alle publikasjonene i prosjektet – til sammen 44 rapporter og hovedboka *Mellom frihet og felleskap* – finnes bakerst i rapporten.

Arbeidet på Fafo har vært organisert i en prosjektgruppe med Ove Langeland som prosjektleder. Prosjektgruppen har ellers bestått av Torkel Bjørnskau, Hilde Lorentzen, Axel West Pedersen, samt Jardar E. Flaa og senere Reid J. Stene. I arbeidet med prosjektet har vi mottatt nyttige og konstruktive kommentarer fra flere kollegaer på Fafo og fra andre miljøer. Jon S. Lahlum har på en profesjonell måte sørget for at rapportene kommer ut i en presentabel form. Prosjektgruppen takker oppdragsgiver som har gjort dette arbeidet mulig.

Oslo, april 1999

Ove Langeland

**Steinar Holden** er professor ved Sosialøkonomisk institutt, Universitetet i Oslo. Hans forskningsfelt er makroøkonomi og arbeidsmarked. Holden har blant annet publisert: «The credibility of a fixe dexchange rate: How reputation is gained or lost», i Scandinavian Journal of Economics 98(4), 1996, (med Birger Vikøren) og «Wage bargaining, holdout, and inflation», i Oxford Economic Papers 49, 1997.

Artikkelen er basert på et foredrag under tittelen «Globalisering – handlingsrommet for nasjonal økonomisk-politisk styring» på seminaret «Globalisering og velferd» arrangert av Fafo onsdag 3. juni 1998.



# 1 Innledning

Siden annen verdenskrig har det vært en sterk tendens til stadig sterkere integrasjon av nasjonale økonomier. Den økte integrasjonen er knyttet til en rekke forhold. I hoveddelen av denne perioden har det viktigste elementet åpenbart vært økt internasjonal handel. Målt som andel av total verdiskapning i verden (verdens BNP), har den samlede eksporten steget fra sju prosent i 1950 til femten prosent i 1995 (The Economist, 1997). I de senere år er det likevel voksende internasjonale kapitalstrømmer som har fått mest oppmerksomhet. Målt i bruttostrømmer har veksten her vært betydelig kraftigere enn veksten i internasjonal handel. I april 1995 var den daglige valutahandelen 1200 milliarder dollar, det vil si det dobbelte av i 1989, og 80 ganger så mye som i 1973 (Brunvatne og Vikøren, 1996). I april 1998 var omsetningen steget ytterligere, til 1400 milliarder dollar (BIS, 1998).

De store kapitalstrømmene reiser mange viktige spørsmål. Med utgangspunkt i kriser som i de senere år har rammet Mexico, en rekke asiatiske land og Russland, er det mange observatører som hevder at frie kapitalbevegelser kan skape ustabilitet og økonomiske kriser. Selv de mer etablerte europeiske økonomiene har ved flere anledninger fått merke konsekvensene av fri kapitalmobilitet - for Norges del er naturligvis den kraftige økningen i rentenivået gjennom sommeren 1998 det mest aktuelle eksemplet. I denne delrapporten vil jeg drøfte virkningene av økt kapitalmobilitet for styringsmulighetene til det enkelte land. Først og fremst vil jeg fokusere på konsekvensene av internasjonal kapitalmobilitet for mulighetene til å stabilisere økonomien gjennom bruk av makroøkonomiske virkemidler.

En interessant videre problemstilling ville være å drøfte i hvilken grad det er ønskelig og mulig å begrense mobiliteten av kapital over landegrensene. Enkelte observatører argumenterer for at en på globalt nivå bør innføre tiltak som begrenser de internasjonale kapitalbevegelsene, for eksempel en skatt på valutatransaksjoner (Tobin-skatt, se Tobin, 1978). Forsvarere av frie kapitalbevegelser hevder til gjengjeld at de økonomiske krisene i hovedsak skyldes svak politikk, og at eventuelle forsøk på å begrense den internasjonale kapitalmobiliteten vil være nytteløst eller direkte skadelig. Av hensyn til det samlede omfang av rapporten vil jeg ikke ta opp disse problemstillingene her.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Argumenter hhv. for og mot Tobin-skatt gis i Eichengren, Tobin og Wyplosz (1995) og Garber og Taylor (1995); to norske oversikter er Vikøren og Hvidsten (1993) og Storeng m.fl. (1995). Ulike syn på virkningene av frie kapitalbevegelser finnes bl.a. i Stiglitz (1998) og Fischer (1997). For videre debatt, se <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html#capflows>.

Artikkelen er organisert som følger. I neste avsnitt vil jeg gi et meget kort historisk overblikk over internasjonale kapitalbevegelser de siste hundre år. I avsnitt 3 går jeg gjennom fordelene som internasjonale kapitalbevegelser medfører, vi skal blant annet se at internasjonal kapitalmobilitet på enkelte felt gir økte muligheter både for den enkelte investor og for land som helhet. I avsnitt 4 viser jeg at internasjonal kapitalmobilitet legger store begrensninger på penge- og valutapolitikken, i tillegg drøfter jeg kort egenskapene til ulike pengepolitiske regimer. Virkningene av internasjonal kapitalmobilitet på finanspolitikken tas opp i avsnitt 5. I avsnitt 6 ser jeg på mulighetene for å skattlegge kapital i en verden med høy kapitalmobilitet, og i avsnitt 7 ser jeg på virkningene av frie kapitalbevegelser på inntektsfordelingen. Avsnitt 8 drøfter i hvilken grad internasjonale kapitalbevegelser leder til økt makroøkonomisk usikkerhet. Noen oppsummerende tanker er samlet i avsnitt 9.

## 2 Kort historisk tilbakeblikk

I et historisk perspektiv er frie kapitalbevegelser over landegrensene ikke noe nytt. Langs enkelte dimensjoner var kapitalen mer mobil på siste delen av 1800-tallet, frem til første verdenskrig, enn i dag. I denne perioden var mange av de ledende økonomiene i verden knyttet til gullstandarden, noe som innebar faste valutakurser. Videre var det praktisk talt ingen restriksjoner på internasjonale kapitalstrømmer. Resultatet var betydelige netto kapitalstrømmer mellom ulike land, i første rekke fra Vest-Europa til Nord-Amerika, Argentina og Australia. Storbritannia hadde i perioden 1880–1913 et gjennomsnittlig overskudd på driftsbalansen (dvs. en tilsvarende eksport av kapital) overfor utlandet på om lag fem prosent av BNP (The Economist, 1997). På sitt høyeste var Storbritannias overskudd i underkant av ti prosent av BNP, og overskuddet til Frankrike, Tyskland og Nederland var nesten på samme nivå som Storbritannias (IMF, 1997). Til sammenligning var Japans og Vest-Tysklands overskudd på driftsbalansen på sitt høyeste på siste del av 1980-tallet bare fire-fem prosent av BNP. Den høye kapitalmobiliteten medførte også små renteforskjeller. I perioden 1870–1914 var forskjellen i realrente mellom utvalgte, store økonomier ikke større enn den tilsvarende forskjellen etter 1970.

Det globale kapitalmarkedet fikk en brå stopp ved den første verdenskrigen. I siste del av 1920-tallet kom de internasjonale kapitalstrømmene til en viss grad

tilbake, for så igjen å bli bremsset i tilknytning til den økonomiske krisen på begynnelsen av 1930-tallet. Proteksjonismen var på fremmarsj, og land etter land innførte reguleringer på internasjonale kapitalstrømmer i et forsøk på å beskytte seg mot den internasjonale krisen (Obstfeld, 1998; the Economist, 1997). Kapitalreguleringene ble beholdt etter annen verdenskrig. Til tross for dette økte de internasjonale kapitalstrømmene gjennom 1960- og 1970-tallet. USA og Tyskland opphevet kapitalreguleringene i 1974–75, Storbritannia i 1979 og Japan i 1980. Ved utgangen av 1980-tallet hadde de fleste vest-europeiske land avvirket kapitalreguleringene (IMF, 1997).

### 3 Fordeler med internasjonal kapitalmobilitet

Økonomisk faglitteratur peker på en rekke fordeler knyttet til internasjonal kapitalmobilitet (se for eksempel oversikter i Stæhr, 1998, eller Obstfeld, 1998). For det første kan internasjonal kapitalmobilitet medføre at verdens sparing kanaliseres til de land og anvendelser der den har høyest avkastning. En god illustrasjon av dette er kapitalstrømmene før første verdenskrig, der utbyggingen av de «nye kontinenter», blant annet infrastruktur som jernbane, i betydelig grad ble finansiert gjennom kapitalimport fra Europa.

For det andre innebærer internasjonal kapitalmobilitet at et lands realinvestering ikke behøver å motsvares av tilsvarende sparing. På lang sikt må det naturligvis være et betydelig samsvar. Hvis for eksempel realinvesteringene gjennomgående er større enn sparingen, vil landet få stadig større gjeld til utlandet. På kort og mellomlang sikt kan det likevel være situasjoner der det er gode grunner til at et lands realinvestering skal være forskjellig fra dets sparing. Norges petroleumsressurser i Nordsjøen illustrerer to slike situasjoner. Ved oppdagelsen av ressursene på 1970-tallet ble det behov for betydelige investeringer, men samtidig innebar oljefunnet at vi ble rikere enn vi trodde vi var før. Den økte rikdommen medførte at det ikke ville være naturlig å øke sparingen, tvert om kunne det være grunn til å ta ut noe av rikdommen i økt forbruk. Muligheten for kapitalimport innebar at både realinvesteringene og forbruket kunne øke. (Eksemplet illustrerer også et mulig dilemma ved kapitalimport – kanskje tok vi ut en større forbruksvekst enn det som på lengre sikt var fornuftig.) Nå er oljeutvinningen i en annen fase, ved at den først og fremst skal gi inntekter. Uten mulighet til eksport av kapital måtte Norge enten redusere utvinningstakten av olje kraftig, eller vi måtte anvende

oljeinntektene til økte investeringer eller økt forbruk innenlands. Globale kapitalmarkeder gjør det mulig å plassere en del av Norges petroleumsinntekter i finansielle fordringer i utlandet gjennom Statens petroleumsfond.

Et tredje eksempel, av større betydning enn de to norske eksemplene, gjelder forholdet mellom rike og fattige land i verden. De rike, industrialiserte landene har i stor grad en aldrende befolkning, og derav et stort behov for å spare. Utviklingslandene har gjennomgående en yngre befolkning, og lite kapital. Dette gir åpenbart et enormt potensial for at rike land kan spare gjennom investeringer i de fattige landene. I praksis har imidlertid omfanget av dette vært meget begrenset, blant annet fordi en rekke u-land sliter med å betjene lån de har tatt opp tidligere, og fordi investeringene ofte har vært lite lønnsomme.

For det tredje innebærer internasjonal kapitalmobilitet en mulighet til å spre risiko. Ved å spre sin formue til mange land, kan en investor redusere risikoen knyttet til en uheldig utvikling i enkeltland. Særlig kan det være et poeng å plassere formue i andre land enn sitt eget. De fleste personer vil ha en stor del av sine inntekter knyttet til den økonomiske utviklingen i eget land, gjennom fremtidige lønns- og trygdeinntekter, samt fremtidige skatteinnbetalinger. Ved å plassere finansiell formue i andre land kan risikoen knyttet til den økonomiske utviklingen i eget land reduseres – dersom det går dårlig i landet slik at fremtidig lønn blir lav og fremtidige skatter blir høye, kan en håpe at avkastningen på den finansielle formuen i andre land blir høyere.

Muligheten for å spre risiko gjennom plasseringer i flere land kan også medføre gunstige tilleggsvirkninger. En investor som kan redusere risikoen ved å spre sin portefølje på mange land, kan være villig til å satse på mer risikofylte prosjekter med høyere forventet avkastning. Dette kan gi større økonomisk vekst, med betydelige velferdsgevinster (Obstfeld, 1994).

For det fjerde innebærer internasjonal kapitalmobilitet økte muligheter til å spre økonomisk og teknologisk kunnskap. Dette er særlig relevant for utviklingsland, som kan bli tilført verdifull økonomisk og teknologisk kunnskap gjennom utenlandske investeringer i landet.

En femte potensiell virkning ved internasjonal kapitalmobilitet er knyttet til disiplinering av politikerne. Dersom kapitalen ikke kan flyttes over landegrensene, kan politikerne være fristet til å sette særlig høye skatter på kapital. Det vil også kunne være lettere for politikerne å føre en kortsiktig politikk med høy offentlig gjeld. Dersom kapitalen er mobil over landegrensene, vil slik politikk derimot raskt slå ut i kapitalflukt og høyt innenlandsk rentenivå.

Det er vanskelig å tallfeste de fordelene ved internasjonal kapitalmobilitet som er knyttet til mekanismene over. Videre er det grunn til å tro at de gunstige mulighetene så langt bare er utnyttet i begrenset grad. En indikasjon på dette er at de aller fleste investorer har plassert den langt overveiende del av sin portefølje i eget land – en mye større andel enn det som kan forklares ut fra økonomiske forhold som forventet avkastning og risiko (se French og Poterba, 1991, og Lewis, 1995). Det er også mye større samvariasjon mellom et lands sparing og dets realinvestering enn det man skulle regne med under frie kapitalmarkeder, noe som først ble påpekt av Feldstein og Horioka (1980).

## 4 Kapitalmobilitet og penge- og valutapolitikken

Med stadig økende internasjonal handel blir valutakursen en stadig viktigere faktor for det enkelt lands økonomiske utvikling. Samtidig har de fleste land et ønske om å kunne bruke renten for å stabilisere aktivitetsnivået i økonomien. I en høykonjunktur vil et høyere rentenivå dempe konsum og investering, mens et lavt rentenivå stimulerer økonomien i en lavkonjunktur.

I en situasjon med liten eller ingen internasjonal kapitalmobilitet har et land gode muligheter til å styre både valutakursen og innenlandsk rentenivå. Innenlandsk rentenivå kan i stor grad påvirkes gjennom sentralbankens styring av pengemengden, eller mer direkte gjennom sentralbankens inn- og utlånsrenter. Valutakursen kan holdes fast ved at sentralbanken kjøper opp eller selger eventuelt overskuddsetterspørsel eller -tilbud av landets valuta. Dersom myndighetene ønsker det, kan valutakursen endres gjennom devaluering eller revaluering.

Dersom det er høy internasjonal kapitalmobilitet, er det ikke mulig for et land å både styre valutakursen og innenlandsk rentenivå. Hvis landet ønsker å holde valutakursen fast, kan det ikke lenger styre det innenlandske rentenivået. For eksempel har Østerrike over mange år holdt valutakursen fast i forhold til tyske mark. Dermed må også det nominelle rentenivået i Østerrike være det samme som i Tyskland. Dersom rentenivået var lavere i Østerrike, ville noen aktører kunne tjene store penger på å låne billig i Østerrike, og plassere til høyere rente i Tyskland.

Hvis landet derimot ønsker å styre det innenlandske rentenivået, må det istedenfor tillate valutakursen å flyte. Fordelen er at renten kan brukes i stabiliseringspolitikken – i en nedgangskonjunktur kan en sette ned rentenivået, men en må da regne med at landets valuta depresieres.

Samlet sett står landet overfor det som Obstfeld og Taylor (1998) omtaler som «the open-economy trilemma». Et land kan ønske at tre forhold er oppfylt, nemlig frie kapitalbevegelser, fast valutakurs og kontroll på innenlandsk rentenivå, men det er bare mulig å oppnå to av disse samtidig. Dersom internasjonale kapitalbevegelser er tilnærmet frie, må landet velge mellom fast valutakurs eller kontroll på innenlandsk rentenivå. I de følgende underavsnitt vil jeg se på disse to alternativene (mer utførlig drøfting gis i Holden 1999).

#### 4.1 Fri kapitalmobilitet og fast/stabil valutakurs

Som nevnt over må et land som har fullstendig fast valutakurs i forhold til et annet lands valuta, også ha samme rentenivå som det andre landet. Men dersom det etter markedets oppfatning er en viss risiko for at valutakursen likevel vil endres, vil det oppstå renteforskjeller. I henhold til teorien om udekket renteparitet skal renteforskjellen svare til forventet endring i valutakursen. For eksempel hadde Norge og de andre nordiske land på siste del av 1980-tallet betydelig høyere rentenivå enn de land hvis valuta en forsøkte å holde kronen stabil overfor (se Holden og Vikøren, 1994). Renteforskjellen reflekterte at markedet tok hensyn til risikoen for at de nordiske land skulle oppgi sin faste valutakurs og la kronen synke i verdi, noe som jo også skjedde noen år senere.

De senere år har det imidlertid oppstått betydelig tvil om i hvilken grad det er mulig å opprettholde et regime med fast valutakurs. Erfaringene viser at de fleste land som har forsøkt etter hvert har blitt tvunget til å oppgi den faste valutakursen. I en rekke tilfeller har spekulative angrep tvunget land til å gi opp sin faste valutakurs også i tilfeller der det ikke var noen fundamentale økonomiske grunner til at valutakursen måtte endres – Norges oppgivelse av den faste valutakursen i 1992 er et godt eksempel på dette.

Bakgrunnen for problemene med å holde fast valutakurs ligger i at det kan oppstå mulighet til å spekulere mot valutaen for enorme beløp, men med tilnærmet ingen risiko, såkalte «one way bets». Dette vil være tilfelle i en situasjon der markedet oppfatter valutakursrisikoen som ensidig, ved at det er en mulighet for at kronen blir devaluert, uten tilsvarende mulighet for en revaluering. En aktør som i utgangspunktet ikke har kroner, kan inngå en terminkontrakt som innebærer salg av kroner om for eksempel tre måneder, til en pris som avtales nå. En slik terminkontrakt vil tilsvare at aktøren låner kroner med tilbakebetaling om tre måneder, og umiddelbart selger de lånte kronene. Dersom kronen devalueres, blir gevinsten

betydelig ved at lånet kan tilbakebetales med en billigere krone. Dersom det ikke blir devaluering, kan lånet tilbakebetales med ubetydelige kostnader. Fordi risikoen er så liten, tillater banker lån med egenkapital ned mot ti prosent av lånebeløpet (Garber og Svensson, 1995), noe som naturligvis kan mangedoble omfanget av spekulasjonen.

De fleste sentralbanker har likevel tilstrekkelig store valutareserver til å kunne kjøpe opp hele landets monetære base (dvs. hele pengemengden). I teorien kan de derfor motstå et spekulativt angrep mot valutaen (Obstfeld og Rogoff, 1995). Problemet oppstår ved at spekulative angrep vil drive opp rentenivået i valutaen som «angripes», jamfør at spekulantene låner valutaen for å selge den. Det kortsiktige rentenivået kan nå svimlende høyder – for eksempel satte den svenske sentralbanken, Sveriges Riksbank, sin kortsiktige utlånsrente til 500 prosent (på årsbasis) i forbindelse med spekulasjon mot den svenske kronen høsten 1992.

En av grunnene til at Sveriges Riksbank satte renten så høyt var et ønske om å demonstrere overfor valutamarkedet at den faste valutakursen skulle forsvares, uansett. Men det var to problemer med denne tankegangen. For det første har selv et så høyt rentenivå begrenset virkning på valutaspekulasjonen, så lenge markedet fortsatt tror at en devaluering kan inntreffe. På dagsbasis tilsvarer en årsrente på 500 prosent om lag 1,4 prosent ( $\approx 500/365$ ). Dersom markedet mener at det er en sannsynlighet på 20 prosent for en devaluering på 10 prosent i løpet av dagen, vil dette gi en forventet kursgevinst på  $10 \text{ prosent} * 0,2 = 2 \text{ prosent}$ , dvs større enn renteforskjellen på 1,4prosent. Dermed vil spekulasjon gi en forventet positiv gevinst, til tross for et skyhøyt rentenivå. Det andre, og trolig viktigere, problemet var at det høye rentenivået smettet over på det allmenne rentenivået i Sverige. Et så høyt rentenivå ville ført til en rekke konkurser i svensk næringsliv i løpet av relativt kort tid. Politisk sett ville dette være svært vanskelig for svenske myndigheter, noe aktørene i valutamarkedet naturligvis var klar over. Den første spekulasjonsbølgen drev likevel over, men da en ny spekulasjonsbølge kom en måned senere, måtte Riksbanken la kronen flyte.

De svenske erfaringene er ikke unike. Obstfeld og Rogoff (1995) argumenterer for at sentralbankene vanligvis velger å oppgi den faste valutakursen av hensyn til de problemer som høye renter under spekulative angrep skaper for økonomien som helhet.

På grunn av vanskene med å holde en fast valutakurs har Norge i de senere år hatt en målsetting om stabil valutakurs i forhold til «europiske valutaer» (fra 1. januar 1999 til euro), fastsatt jennom valutaforskriften av 6. mai 1994. I

motsetning til et fastkursregime fastslår valutaforskriften at det ikke gjelder svingningsmarginer for valutakursen med plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet. Norges Bank skal dermed ikke bruke store beløp for å forsvare kronkursen, noe som medfører at spekulantene mister sin viktigste motpart, sentralbanken. Men dersom kronkursen endrer seg vesentlig, skal Norges Bank innrette sine virkemidler med sikte på at kursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet.

Et regime med målsetting om stabil valutakurs er mer robust mot spekulative angrep enn et regime med fast valutakurs. Fordi sentralbanken ikke forsvarer valutaen med store intervensjoner, dempes muligheten til å tjene penger på spekulative angrep. Og kronkursen holdt seg meget stabil de første årene med dette regimet. Men ved årsskiftet 1996/97 førte høy oljepris og store overskudd på driftsbalansen overfor utlandet til forventninger om at kronen skulle appresiere. Etter spørnelsen etter kroner økte, kronen steg i verdi, og Norges Bank måtte selge kroner for å motvirke kursstigningen. Etter hvert ble presset så stort at Norges Bank til slutt valgte midlertidig å stoppe sine intervensjoner. Kronens verdi ble dermed bestemt i markedet, uten direkte innvirkning av Norges Bank.

Appresieringen av den norske kronen på begynnelsen av 1997 ble etter hvert reversert, og hele situasjonen roet seg. På vårparten 1998 startet imidlertid presset igjen, men denne gangen motsatt vei. Nå var oljeprisen mye lavere, overskuddet på driftsbalansen tilsvarende redusert, samtidig som lønnsoppgjøret innebar en lønnsvekst betydelig over det en måtte regne med hos våre handelspartnere. Markedet forventet en depresiering av kronen, og Norges Bank måtte kjøpe kroner for å forhindre dette. Ved flere anledninger satte Norges Bank også opp rentenivået. 24. august ble presset for stort, og Norges Bank måtte igjen stoppe sine intervensjoner. For å bidra til at kronen skulle stige i verdi, tilbake til utgangsleiet, satte Norges Bank imidlertid opp renten ytterligere, slik at det kortsiktige norske rentenivået var tre-fire prosent høyere enn ecu-renten.

Hva kan så Norges Bank gjøre for å få kronen tilbake til utgangsleiet? Banken har to virkemidler, renten og valutaintervensjoner. Som illustrert ved regnestykket over, har renten liten betydning i forhold til forventninger om kortsiktige kursendringer. Dersom valutamarkedet stabiliserer seg, og man ikke forventer nye svekkelser av kronen, vil et tre-fire prosent høyere rentenivå på kronen gjøre det mer attraktivt å holde kroner. Dette vil bidra til at kronen styrker seg. Men dersom markedet mener at det er en stor risiko for at kronen igjen svekker seg betydelig, vil dette minske etterspørselen etter kroner, og dermed forhindre at kronen styrker seg.



Erfaringene fra eget og andre land viser at også det andre virkemidlet, valutaintervensjoner, kan bli utilstrekkelig dersom en kraftig spekulasjonsbølge finner sted. Dersom markedet oppfatter kursrisikoen som ensidig, det vil si at kronen bare kan gå en vei, kan spekulasjonene lett overstige det sentralbanken tør og vil satse. Derimot kan en annen intervensjonstaktikk være mer vellykket. Hvis kronen allerede har svekket seg betydelig, etter en spekulasjonsbølge, er kursrisikoen ikke lenger ensidig. Da er markedet ofte «tynt», det vil si at det er lite handel, og større transaksjoner kan slå merkbart ut i valutakursen. I en slik situasjon kan en betydelig intervensjon fra sentralbanken, i form av kjøp av kroner, dytte valutakursen i retning mot utgangsleiet.

Men sentralbanken kan neppe fortsette å kjøpe kroner for å få kronen helt tilbake til utgangsleiet. Dersom markedsaktørene mener at sentralbanken forsøker å holde kronen sterkere enn det fundamentale økonomiske forhold tilsier, vil en igjen komme i en situasjon der markedet oppfatter kursrisikoen som ensidig. Likevel kan intervensjonen ha en viss varig stabiliserende virkning på kronekursen. De aktørene som solgte kroner da den var på det svakeste, har nemlig tapt store summer på ikke å være med på kursoppgangen. De ønsker ikke at dette skal gjenta seg, og de vil være mer forsiktige med å selge kroner når den er svak. Dette vil redusere risikoen for at kronen svekker seg.

Samlet viser de norske erfaringene at en målsetting om fast eller stabil valutakurs på ingen måte er uproblematisk. Det kan være vanskelig å holde valutakursen stabil, og renten kan ikke brukes aktivt til å stabilisere økonomien. Høsten 1998 har riktignok spekulasjonene mot kronen ført til et høyere rentenivå, som bidrar til å dempe etterspørselspresset i norsk økonomi. Men vi kan på ingen måte regne med at eventuelle renteforskjeller mot utlandet alltid vil gå i riktig retning – vi skal ikke lenger tilbake enn til begynnelsen på 1997 da det norske rentenivået var lavere enn ecu-renten, noe som forsterket høykonjunkturen.

## 4.2 Fast valutakurs ved å innføre et seddelfond

En fullstendig fast kronekurs i forhold til euro ville innebære merkbar forenkling for norsk handel med landene innen ØMU. Men som beskrevet over er det betydelige vansker knyttet til å holde en valutakurs fast. En løsning som er blitt foreslått (se f.eks. Isachsen, 1997) er å opprette et seddelfond. Konkret innebærer et seddelfond at utstedelse av norske kroner overlates til en separat institusjon, der denne institusjonen ikke tillates å utstede kroner for et større beløp enn det institusjonen

har dekning for gjennom internasjonale valutaeserver (i motsetning til en sentralbank, som kan utstede kroner også med dekning i fordringer på staten, dvs. at staten låner penger av sentralbanken; se Osband og Villanueva, 1993, og Caprio m. fl., 1996, for nærmere beskrivelser av virkemåten til et seddelfond).<sup>2</sup> Dette innebærer at et seddelfond alltid vil ha nok reserver til å kjøpe opp hver eneste krone, dersom det skulle forekomme spekulasjon mot kronen. Et seddelfond kan dermed alltid forhindre en devaluering, dersom det selv vil. Men som nevnt over innebærer dette ingen endring i forhold til den nåværende situasjonen. Norges Bank kan også kjøpe opp hele basispengemengden. Hovedproblemet ved å holde fast valutakurs ved en spekulasjonsbølge ligger i de store kostnadene i form av virkningen på rentenivået. Disse kostnadene vil kunne oppstå også med et seddelfond – heller ikke et seddelfond kan forhindre at det innenlandske rentenivået påvirkes ved en spekulasjonsbølge mot kronen. Et seddelfond er dermed ingen garanti for at ikke et fastkursregime vil bli oppgitt, og derfor heller ingen garanti for at ikke spekulasjon vil inntreffe.

Men selv om det neppe er mulig å oppnå full sikkerhet om en fast valutakurs (uten å oppgi selve valutaen), vil troverdigheten til et fastkursregime avhenge av den institusjonelle rammen. Ved institusjonelle endringer som gjør det vanskeligere for de politiske myndigheter å oppgi en fast valutakurs, vil det også være mer sannsynlig at den faste valutakursen opprettholdes selv i en situasjon der valuta-spekulasjon innebærer store kostnader for landet. I så fall vil også den faste valutakursen bli mer troverdig, og det er mindre sannsynlig av spekulasjon vil oppstå. En mulig institusjonell endring kunne være å la en selvstendig institusjon få i oppgave å holde fast valutakurs, eller å la Norges Bank få mer selvstendighet, men med en fastlagt oppgave i å holde fast valutakurs. Dette kan imidlertid være en særdeles risikofylt strategi, dersom en likevel ikke greier å forhindre spekulative angrep og høye renter.

<sup>2</sup> Et seddelfond innebærer dermed en viss institusjonell sikkerhet for at staten ikke bruker seddelpressen (dvs. lån i sentralbanken) til å finansiere store offentlige utgifter. (Dette aspektet er ikke relevant for Norge, i og med at staten i overskuelig framtid ikke ser ut til å få finansielle problemer.) Videre har et seddelfond ikke noe ansvar for, og begrenset mulighet til, å hjelpe banker som har likviditetsproblemer. Det er derfor nødvendig å finne andre måter å løse slike problemer på.

### 4.3 Inflasjonsmål for pengepolitikken

De senere år har en rekke land valgt å knytte pengepolitikken direkte til en målsetting om lav inflasjon. Mens dette tidligere i stor grad var forbeholdt de store landene, USA, Japan og Tyskland, har i de senere år også mindre land som New Zealand, Sverige og Storbritannia valgt denne løsningen. Konkret har en gjerne satt opp et eksplisitt mål for inflasjonen, ofte tallfestet, og latt sentralbanken få stor selvstendighet i å bruke pengepolitiske virkemidler for å nå inflasjonsmålet. Overgangen til et regime med inflasjonsmål har ofte skjedd etter at landet først har måttet oppgi sitt fastkursregime. Men tilhengere av å knytte pengepolitikken til et inflasjonsmål argumenterer først og fremst for at et slikt regime gir en betydelig pengepolitisk selvstendighet.

Innen et inflasjonsmålregime kan sentralbanken aktivt bruke renten for å holde inflasjonen lav. Dersom konjunktorene drives av variasjon i samlet etterspørsel, for eksempel ved variasjon i husholdningenes sparetilbøyelighet eller bedriftenes investeringer, vil dette samtidig bidra til å stabilisere økonomien. I en høykonjunktur vil inflasjonen normalt øke, og når sentralbanken setter opp renten for å dempe inflasjonen, vil dette samtidig dempe den økonomiske aktiviteten. I lavkonjunktur er det motsatt, da er inflasjonen gjerne lav og sentralbanken kan senke renten for å stimulere økonomien. Men dersom konjunktorene skyldes sjokk på tilbudsiden av økonomien, gir inflasjonsstyring større ustabilitet i aktivitetsnivået enn det et fastkursregime medfører (Rødseth, 1996).

Erfaringene viser at inflasjonsstyring, akkurat som andre regimer med flytende valutakurs, kan innebære store fluktasjoner i valutakursene. Dette kan i seg selv skape økonomiske problemer. Det høye rentenivået i Storbritannia har bidratt til at pundet styrket seg med 20–25prosent over en toårsperiode frem til begynnelsen av 1998. Konkurransesevnen til britisk industri er naturlig nok blitt svekket, og det siste året har industriproduksjonen i Storbritannia blitt redusert (Penger og Kreditt, 1998/3). Hensynet til valutakursen kan dermed legge en begrensning på bruk av renten i konjunkturstyringen også innenfor et regime med inflasjonsstyring.

## 5 Kapitalmobilitet og finanspolitikken

Som drøftet over legger høy internasjonal kapitalmobilitet betydelige begrensninger på mulighetene til å bruke penge- og valutapolitikken for å styre økonomien. Men hva med finanspolitikken? I dette avsnittet skal jeg se på virkningene av

kapitalmobilitet for mulighetene til å drive stabiliseringspolitikk, i avsnitt 6 tar jeg opp virkningen for mulighetene til å finansiere offentlig sektor gjennom skatt på kapital.

I den tradisjonelle lærebokfremstillingen innebærer høy kapitalmobilitet ingen begrensning for mulighetene til å drive aktiv finanspolitikk. Tvert om, høy kapitalmobilitet gjør finanspolitikken mer effektiv. Bakgrunnen for denne konklusjonen er at i et land med liten kapitalmobilitet vil ekspansiv finanspolitikk føre til økt etterspørsel etter penger, og dermed innebære høyere rente. Høyere rente vil så dempe investeringsetterspørselen, og dermed minske den ekspansive effekten av finanspolitikken. Denne motvirkende effekten blir gjerne kalt «crowding out» i faglitteraturen – økt offentlig etterspørsel blir delvis motvirket av redusert privat etterspørsel. Ved høy kapitalmobilitet og fast valutakurs vil derimot ekspansiv finanspolitikk ikke medføre høyere rente, fordi den økte etterspørselen etter penger kan tilfredsstilles uten renteøkning ved at kapital strømmer inn fra utlandet. Dermed blir det heller ingen «crowding out».

Den tradisjonelle lærebokfremstillingen utelater imidlertid viktige effekter. Selv om det er liten kapitalmobilitet, kan en unngå crowding out ved å kombinere ekspansiv finanspolitikk med ekspansiv pengepolitikk. Dersom crowding out har sin bakgrunn i begrensninger på tilbudssiden i økonomien, vil de tilsvarende begrensningene også gjelde i en økonomi med høy kapitalmobilitet. I tillegg kommer at i en økonomi med høy kapitalmobilitet kan finanspolitikken påvirke rentenivået gjennom en mulig virkning på troverdigheten til valutakursen. Dersom det oppstår devalueringsforventninger vil dette, som drøftet over, lede til høyere rente.

Vanligvis vil det være dersom finansmarkedene oppfatter finanspolitikken som for ekspansiv at dette kan bidra til å skape eller forsterke devalueringsforventningene. I en høykonjunktur kan devalueringsforventningene være knyttet til en høy inflasjonsrate, og i en lavkonjunktur kan devalueringsforventningene være knyttet til økt offentlig gjeld. I begge tilfeller vil økte offentlige utgifter kunne føre til økte devalueringsforventninger, og dermed høyere rentenivå. Generelt har det imidlertid vist seg vanskelig å finne stabile relasjoner mellom devalueringsforventninger og makroøkonomiske størrelser (Rose og Svensson, 1994; Holden og Vikøren, 1996), og en kan ikke utelukke motsatte effekter. På begynnelsen av 1990-tallet hadde de fleste av EU-landene høyere rentenivå enn Tyskland, og renteforskjellen var delvis knyttet til at høy arbeidsledighet bidro til manglende troverdighet omkring de faste valutakursene (Drazen og Masson, 1994). I en slik

situasjon kunne strammere finanspolitikk som innebar høyere arbeidsledighet faktisk medføre økt renteforskjell.

En god illustrasjon av mulighetene til og problemene ved å benytte finanspolitikken ved høy internasjonal kapitalmobilitet fremkommer ved å sammenligne Finland og Sverige på midten av 1990-tallet. Begge land kom inn i dype økonomiske kriser på begynnelsen av 1990-tallet, med økende arbeidsledighet, høyt rentenivå og store underskudd på de offentlige budsjetter. Finland valgte å stramme kraftig inn på de offentlige budsjetter, for raskest mulig å få kontroll over statsfinansene. Dette forsterket økningen i arbeidsledigheten, men bidro samtidig til at rentenivået sank, noe som isolert sett virket stimulerende for økonomien. Sverige førte først ekspansiv finanspolitikk, for deretter å bruke lengre tid på den finanspolitiske innstramningen. Dermed bidro finanspolitikken i mindre grad til å forsterke økningen i ledigheten enn det den gjorde i Finland. Haken var imidlertid at finanspolitikken i Sverige ikke ble oppfattet som tilstrekkelig stram, slik at Sverige måtte slite med det høye rentenivået betydelig lengre enn Finland. Sett fra en nøytral observatørpost i et naboland var det vanskelig å forstå hvorfor markedet var skeptisk til den svenske politikken. Men det var av mindre betydning. Det er markedets oppfatning som påvirker renten, ikke hva nøytrale observatører måtte mene.

## 6 Kapitalmobilitet og finansiering av offentlig sektor

Når kapital kan flyttes fritt over landegrensene, vil den naturligvis lettere strømme vekk fra de land som har høy skatt på kapital, og over til land med lavere kapitalskatt. Først og fremst kan dette gjelde nyinvesteringer. Land med lav bedriftsbeskatning, som Irland, har i stor grad lyktes å tiltrekke seg utenlandske investeringer, på bekostning av land med høyere bedriftsskatt. Fordi utenlandske investeringer ofte kan medføre høyproduktive arbeidsplasser med høy lønnsevne, kan gevinsten ved å tiltrekke seg utenlandske investeringer være betydelig høyere enn den direkte skatteinngangen fra bedriften.

I noen sammenhenger kan skattebasene for kapitalskatter flytte over landegrensene uten at kapitalen gjør det. Multinasjonale selskaper kan gjøre dette ved å endre regnskapsverdiene på leveranser mellom datterselskaper i ulike land, slik at overskuddet fremstår som inntjent i de land der bedriftsbeskatningen er lavest (Tanzi, 1996). Sett fra landet som forlates kan dette riktig nok være bedre enn at

selve kapitalen flyttes, og arbeidsplasser går tapt. Men det innebærer likevel at skatteinntekter går tapt, og naturligvis kan dette skje mye raskere enn det ville vært mulig å flytte selve kapitalen i form av fysiske produksjonsenheter.

Som drøftet i avsnitt 3, har investorer en tendens til å beholde en større del av sin formue i eget land enn det rene økonomiske betraktninger skulle tilsi. I tillegg påvirkes naturligvis investeringer og porteføljebeslutninger av en rekke andre faktorer enn kapitalbeskatningen. Disse forholdene demper kapitalflukten fra land som har høyere kapitalbeskatning enn andre land. Til tross for dette er den internasjonale kapitalmobiliteten nå så høy at det er vanskelig for enkeltland å ha særlig høyere kapitalskatt enn andre land. Uten internasjonal koordinering kan det være en fare for at kapitalbeskatningen blir presset stadig lavere gjennom konkurranse mellom nasjonalstater.

Over det siste tiåret har bedriftsbeskatningen blitt betydelig redusert i de fleste OECD-land (Tanzi, 1996). Det er imidlertid vanskelig å vite hvor viktig skattekonkurranse mellom ulike land har vært for denne utviklingen, den kan også til en viss grad skyldes endrede ideologiske oppfatninger om bruken av bedriftsbeskatning. Det er heller ikke åpenbart om denne utviklingen er uheldig. På den ene siden kan det trekkes frem klare effektivitetsmessige argumenter for at skatten på kapital bør være lav, knyttet til at langsiktige investeringer kan bidra til økt økonomisk vekst (se for eksempel Lucas, 1990). På den andre siden innebærer lavere skatt på kapital også en endring i inntektsfordelingen, ved at offentlig sektor i større grad må finansieres gjennom skatt på arbeidskraft. Høyere skatt på arbeidskraft innebærer naturligvis også effektivitetsmessige kostnader.

Skattekonkurranse mellom land kan også medføre at det blir vanskelig å finansiere en tilstrekkelig stor offentlig sektor. Her har vi imidlertid ennå ikke sett noen klare utslag. For industrilandene under ett har offentlige utgifter som andel av BNP økt siden 1980, men falt svakt de siste årene (Nasjonalbudsjettet 1998, fig 3.5).

## 7 Global kapital og inntektsfordeling

En viktig kritikk av et fritt internasjonalt kapitalmarked er knyttet til virkningen på inntektsfordelingen, se for eksempel Martin og Schumann (1998). Og det er ingen tvil om at fri kapitalmobilitet kan ha betydelig virkning på inntektsfordelingen. Én konsekvens ble påpekt i avsnittet over, at skatten på kapital presses ned.

En annen konsekvens av fri kapitalmobilitet, påpekt av Mundell (1957), er knyttet til at kapitalbevegelsene fra i-land til u-land leder til lavere lønninger for ufaglærte arbeidere i i-land (se Obstfeld, 1998). Tanken er at bedrifter som i stor grad bruker ufaglært arbeidskraft kan lokalisere sin produksjon i u-land for å ha fordel av et lavere lønnsnivå. Dette minsker etterspørselen etter ufaglært arbeidskraft i i-land, noe som medfører lavere lønnsnivå for denne gruppen. Selv om dette resonnementet høres plausibelt ut, skal man ikke overvurdere den empiriske betydningene av det (Slaughter og Swagel, 1997, finner ikke empirisk støtte for denne effekten.). Blant annet har det ikke skjedd noen utstrakt kapitalmobilitet fra i-land til u-land slik som resonnementet synes å innebære.

Muligheten for å flytte kapital over landegrensene kan også påvirke inntektsfordelingen gjennom virkningen på partenes forhandlingsposisjon ved lønnsfastsettelsen. I mange typer produksjon er kostnadene ved en streik så store at bedriften i utgangspunktet har en svak forhandlingsposisjon. Bedriften er vanligvis bedre tjent ved å betale store tillegg enn å bli utsatt for en streik. Dette vet arbeidstakerne, slik at det kan være vanskelig å unngå å betale store tillegg. Men internasjonal kapitalmobilitet gir bedriftene et ekstra kort på hånden, ved at mange typer produksjon og/eller investeringer kan flyttes til et annet land, der lønnsnivået er lavere. Ofte er trusselen nok, siden arbeidstakerne etter hvert har innsett at bedrifter kan flytte til andre land med lavere kostnadsnivå. Igjen er det vanskelig å si noe om den empiriske betydningen av dette. En mulig indikasjon på at kapitaleierne tjener på frie kapitalbevegelser gjennom styrket forhandlingsposisjon, er at kapitalens andel av samlet verdiskapning har steget betydelig i Vest-Europa de siste femten årene. På den annen side kan dette også ha andre årsaker, for eksempel teknologiske endringer, og en har ikke sett tilsvarende økning i kapitalens andel i USA.

## 8 Global kapital og makroøkonomisk usikkerhet

Eksistensen av et globalt kapitalmarked har en rekke virkninger på den økonomiske usikkerheten som et land står overfor. I den grad frie kapitalbevegelser leder til diversifisering av formue mellom ulike land, vil dette kunne medføre at risikoen knyttet til et enkelt land blir fordelt på flere aktører. Anta som en illustrasjon at Sør-Korea blir utsatt for et negativt økonomisk sjokk, for eksempel svekkede forventninger om fremtidig vekst. Forventningene til fremtidige lønnsinntekter vil

falle, og verdien av Sør-Koreanske bedrifter vil bli redusert. Dersom Sør-Koreanske bedrifter utelukkende er eid av Sør-Koreanere, vil dette verditapet i sin helhet ramme Sør-Korea. Men dersom bedriftene delvis er eid av utlendinger, vil en tilsvarende del av verditapet ramme de utenlandske eierne.

Men internasjonal kapitalmobilitet innebærer også aspekter som åpenbart leder til økt økonomisk usikkerhet for et land. Et slikt aspekt gjelder spekulative angrep mot et regime med fast valutakurs. Som påvist bl.a. av Obstfeld (1996), kan en spekulasjonsbølge mot en fast valutakurs fremtvinge en devaluering i en situasjon der ingen devaluering ville blitt gjennomført dersom spekulasjonsbølgen ikke hadde funnet sted. I faglitteraturen omtales dette som multiple likevekter: To likevekter er mulig, en uten spekulasjon og uten devaluering, og en med spekulasjon og påfølgende devaluering. Den første likevekten er ønsket av sentralbanken, men dersom spekulasjonsbølgen først inntreffer, vil dette lede til så høyt rentenivå at sentralbanken velger å devaluere for å få ned rentenivået (jf. beskrivelsen av spekulative angrep i avsnitt 4.1). Med andre ord, spekulantene kan forhindre en politikk (med fast valutakurs) som ellers kunne vært gjennomført.

Vanligvis er sammenhengene mellom politikk, kapitalmobilitet og økonomiske sjokk betydelig mer komplisert enn eksemplene over tilsier. De økonomiske problemene som har rammet en rekke asiatiske land gjennom 1997 og 1998 kan illustrere noe av dette (se bl.a. Penger og Kreditt 1998/1). Først Thailand, men senere også Malaysia, Filippinene, Indonesia og Sør-Korea har opplevd en finansiell krise, som ble utløst av en valutakrise, og som senere har hatt sterk negativ virkning på produksjon og sysselsetting.

Bakgrunnen for krisen var i utgangspunktet en gunstig situasjon, med høy vekst over lengre tid og betydelig optimisme. Den gode økonomiske utviklingen bidrog til økende konsum- og investeringsetterspørsel, som igjen resulterte i voksende underskudd på driftsbalansen overfor utlandet. Landene hadde fast valutakurs overfor US dollar, og fastkursregimene hadde betydelig troverdighet i markedet. Underskuddet på driftsbalansen kunne dermed dekkes opp med kortsiktig kapitalinngang til lav rente. Men den utenlandske kapitaltilgangen ble ikke tatt godt vare på. Innenlandske banker tok opp lån i utlandet som ble lånt ut videre til blant annet eiendomsprosjekter og finansinvesteringer. Bankene hadde svak styring selv, det var lite åpenhet så det var vanskelig for utenforstående å få overblikk over situasjonen, og offentlig tilsyn var sviktende. Resultatet var lite likvide og lite solide banker.



Da utenlandske investorer oppdaget risikoen, ønsket de i større eller mindre grad å trekke seg ut. Dette ga et press på valutaen, som gjorde at stadig flere investorer ønsket å trekke seg ut. Etter hvert ble presset så stort at myndighetene ble nødt til å la valutaen flyte, først i Thailand, deretter i de andre landene. Utenlandske investorer trakk seg ut, og resultatet ble en forsterket finansiell krise.

Den asiatiske krisen illustrerer hvordan konsekvensene av svak økonomisk styring kan bli forsterket av internasjonale kapitalstrømmer. De asiatiske landene hadde gjennomgående liten kontroll med sin finansielle sektor. Samtidig var heller ikke utenlandske investorer aktpågivende, men lånte villig vekk til svake prosjekter og låntagere. Uten høy internasjonal kapitalmobilitet kunne den initiale ubalansen ikke blitt så stor, og det påfølgende fallet heller ikke så hardt.

## 9 Avslutning

Muligheten for kapitalbevegelser over landegrensene innebærer store gevinster. Den enkelte sparer har muligheten til å redusere sin risiko ved å spre sin sparing over flere land. For land som greier å bruke den internasjonale kapitalinngangen på en gunstig måte, som Irland, er dette en kilde til vekst og velstand. Norge har muligheten til på noe sikt å redusere vår oljeavhengighet ved å plassere oljeinntektene i utenlandske aksjer og obligasjoner. Men samtidig er gevinstene ved internasjonal kapitalmobilitet ikke jevnt fordelt. Videre tyder erfaringene fra en rekke land på at internasjonale kapitalbevegelser også medfører økt usikkerhet. Noe som i forkant kan se ut som en mindre svakhet i et lands politikk eller økonomiske situasjon, kan ende opp i en dramatisk økonomisk krise.

I denne delrapporten har jeg sett på virkningene av internasjonal kapitalmobilitet på det enkelte lands mulighet til økonomisk-politisk styring. Jeg har argumentert for at den økte internasjonale kapitalmobiliteten har gjort det vanskelig for mange land å opprettholde et regime med fast valutakurs. Innen EU har svaret på dette problemet vært å etablere en felles valuta. En del andre land har valgt å gå over til et regime med inflasjonsstyring, for på den måten å få noe pengepolitisk selvstendighet. Men samtidig innebærer inflasjonsstyring vanligvis økte valutakursfluktasjoner, med de ulemper dette medfører.

I teorien skal internasjonal kapitalmobilitet gjøre det enklere å drive finanspolitikk, ved at utslaget på det nasjonale kapitalmarkedet av overskudd eller underskudd på statsbudsjettet blir dempet gjennom internasjonale kapitalbevegelser.

Men ironisk nok kan det se ut som internasjonal kapitalmobilitet i praksis kan sette vel så sterke restriksjoner på mulighetene til å stabilisere økonomien gjennom finanspolitikken, fordi mindre endringer i finanspolitikken i noen situasjoner ser ut til å ha sterke virkninger på landets rentenivå, gjennom å påvirke renteforskjellen overfor utlandet.

Internasjonal kapitalmobilitet innebærer at en investor kan plassere sin kapital der den gir størst avkastning. I utgangspunktet er dette noe som alle skulle kunne være tjent med. Men et viktig element i avkastningen er hvor stor andel andre skal ha. Internasjonal kapitalmobilitet gjør det mulig for investor å plassere sin kapital i land der kapitalskattene er lave, og der arbeidstakerne får en mindre del av verdiskapningen ved at lønnsnivået er lavt. Internasjonal kapitalmobilitet medfører derfor at alle land må sette lave skatter på kapital. En kan også se tendenser til at internasjonal kapitalmobilitet medfører et press nedover på lønnsnivået for mange grupper arbeidstakere.

Den mest iøynefallende konsekvensen av frie kapitalbevegelser er de valutakriser som har rammet en rekke land i verden i løpet av de senere år. I hvilken grad valutakrisene skyldes initial ubalanse i landene selv, eller om krisene også kan ramme land som i all hovedsak har en sunn økonomi, er en omdiskutert problemstilling. Nyere økonomisk forskning viser imidlertid at spekulative angrep kan resultere i en valutakrise også i land der valutakursregimet kunne vært opprettholdt på lang sikt, dersom ingen spekulasjonsbølge fant sted. Dette støtter synet om at også land med «sunn» økonomi kan rammes av valutakriser.

Derimot er det liten tvil om at valutakriser i mange tilfeller kan tvinge land inn i raske og kraftige omstillinger som medfører store realøkonomiske kostnader i form av produksjonstap og arbeidsledighet. Dersom landet i utgangspunktet var i ubalanse, ville selvfølgelig en viss omstilling med tilhørende kostnader uansett være nødvendig. Men det er god grunn til å tro at kostnadene ved de omstillingene som eventuelt er nødvendige kunne vært betydelig lavere dersom hele prosessen kunne vært gjennomført i mer kontrollerte former. Hvordan dette eventuelt skulle skje, det vil si hvordan en skal forhindre valutakriser fra å oppstå, og hvordan de skal håndteres dersom de oppstår, er to store og vanskelige spørsmål som verdenssamfunnet nå er stilt overfor.

## Referanser

- BIS (1998). *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998*. Bank of International Settlements.
- Brunvatne, Kari-Mette og Birger Vikøren (1996). «Bør vi være bekymret for den kraftige veksten i de internasjonale kapitalmarkeder?» *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 110: 177–198.
- Caprio, G., M. Dooley, D. Leipziger og C. Walsh. (1996). «The lender of last resort function under a currency board: The case of Argentina» *Open economies review* 7. 625–650.
- Drazen, Allan og Paul R. Masson (1994). «Credibility of policies versus credibility of policymakers». *Quarterly Journal of Economics* 109: 735–754.
- The Economist (1997). «Thinking about Globalisation» Artikkelserie trykket fra oktober til desember 1997.
- Eichengreen, Barry, James Tobin og Charles Wyplosz (1995). «Two cases for sand in the wheels of international finance» *Economic Journal* 105.: 162–172.
- Feldstein, Martin og Charles Horioka (1980). «Domestic saving and international capital flow» *Economic Journal* 90:314–329.
- Fischer, Stanley (1997). «Capital account liberalization and the role of the IMF» Papir presentert på seminar «Asia and the IMF», Hong Kong, 9. september.
- French, Kenneth R. og James M. Peterba (1991). «Investor diversification and international equity markets» *American Economic Review, Papers and Proceedings* 81:222–226.
- Garber, Peter og Mark P. Taylor (1995). «Sand in the wheels of foreign exchange rate markets: A sceptical note» *Economic Journal* 105 173–180.
- Garber, Peter M. og Lars E. O. Svensson. (1996). «The operation and collapse of fixed exchange rate regimes» I Grossman, G.M. og K. Rogoff (red.), *Handbook of International Economics*:1865–1912, North-Holland.

- Holden, Steinar og Birger Vikøren (1994). «Interest rates in the Nordic countries: Evidence based on devaluation expectations» i *Scandinavian Journal of Economics* 96:15–30.
- Holden, Steinar og Birger Vikøren (1996). «The credibility of a fixed exchange rate: How reputation is gained or lost» i *Scandinavian Journal of Economics* 98: 485–502.
- Holden, Steinar. (1999). «Pengepolitisk regime for Norge». I Isachsen, Arne Jon og Ole Bjørn Røste (red.) *Euroen og den norske kronens skjebne*, Fagbokforlaget.
- IMF (1997). «Globalization. Opportunities and challenges.» *World Economic Outlook May 1997*.
- Isachsen, Arne Jon (1997). «Norge og felles mynt i Europa.» Foredrag Voksenåsen hotell, 30.oktober.
- Lewis, Karen K. (1995). «Puzzles in international financial markets» I G.M. Grossman and K. Rogoff (red.), *Handbook of International Economics*, 1913–1972, North-Holland.
- Lucas, Robert E. Jr. (1990). «Supply-side economics: An analytical Review» *Oxford Economic Papers* 42:293–316.
- Martin, Hans-Peter og Harald Schumann (1998). *Globaliseringsfellen*. Oslo: Gyldendal.
- Mundell, Robert A. (1957). «International trade and factor mobility» i *American Economic Review* 47:321–335.
- Obstfeld, Maurice (1994). «Risk-taking, global diversification, and growth» i *American Economic Review* 85.: 1310–1329.
- Obstfeld, Maurice (1996). «Models of currency crises with self-fulfilling features» i *European Economic Review* 40:1037–1047.
- Obstfeld, Maurice (1998). «The global capital market: Benefactor or menace?» Kommer i *Journal of Economic Perspectives*.
- Obstfeld, Maurice og Kenneth Rogoff. (1995). «The mirage of fixed exchange rates» i *Journal of Economic Perspectives* 4: 73–96.

- Obstfeld, Maurice og Alan M. Taylor (1998). «The great depression as a watershed: International capital mobility over the long run» I Bordo, Michael D., Claudia D. Goldin og Eugene N. White, (red.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*:353–402 Chicago: University of Chicago Press.
- Osband, K. og D. Villanueva. (1993). «Independent currency authorities» i *IMF Staff Papers* 40: 202–216.
- Rose, Andrew K. og Lars E.O. Svensson (1994). «European exchange rate credibility before the fall» *European Economic Review* 38: 1185–1216 .
- Rødseth, Asbjørn (1996). «Exchange rate versus price level targets and output stability» i *Scandinavian Journal of Economics* 98.: 559–578.
- Slaughter, Matthew J. og Phillip Swagel (1997). *The Effect of Globalization on Wages in the Advanced Economies* IMF Working paper 97/43.
- Stiglitz, Joseph (1998). *Sound Finance and Sustainable Development in Asia. Key-note Address to the Asia Development Forum* Manila, 12. mars 1998.
- Storeng, Ola, m.fl. (1995). *Virkninger av valutarestriksjoner. Rapport fra en arbeidsgruppe*. Arbeidsnotater 28. Økonomiavdelingen, Finansdepartementet.
- Stæhr, Karsten (1998). *Internasjonale kapitalbevegelser og finansiell stabilitet i fremvoksende økonomier: Teoretiske aspekter* Manuskript, Norges Bank.
- Tanzi, Vito (1996). *Globalization, tax competition and the future of tax systems* IMF Working paper 96/141.
- Tobin, James (1978). «A proposal for international monetary reform» *Eastern Economic Journal* 4.:153–159.
- Vikøren, Birger og Vetle Hvidsten (1993). «Bør kapitalbevegelser skattlegges?» *Sosialøkonomen* 47, nr 1

# Publikasjoner fra Det 21. århundrets velferdssamfunn

Publikasjonen kan bestilles fra Fafo, Postboks 2947 Tøyen 0608 Oslo.  
Telefon 22 08 86 00, Faks 22 08 87 00. E-post publikasjon@fafo.no

Ove Langeland (red.), Torkel Bjørnskau, Hilde Lorentzen og  
Axel West Pedersen

## Mellom frihet og fellesskap. Det 21. århundrets velferdssamfunn

Fafo-rapport 270. Fafo/Tiden. Kr. 348,-

- 1 Jon Erik Dølvik: Farvel solidaritet?. Internasjonale utfordringer for den norske arbeidslivsmodellen. Fafo-rapport 271. 60 sider. Kr 91,-
- 2 Victor D. Norman: Globalisering Betingelser for lønnsom næringsdrift og sysselsetting i Norge. Fafo-rapport 272. 26 sider. Kr 74,-
- 3 Steinar Holden: Frie kapitalkrefter. Noen konsekvenser for nasjonal økonomisk-politisk styring. Fafo-rapport 273. 30 sider. Kr 79,-
- 4 Alexander Wright Cappelen: Globalisering Utfordringer for norsk skatte- og fordelingspolitikk. Fafo-rapport 274. 30 sider. Kr 77,-
- 5 Morten Bøås: Norsk miljø- og ressurspolitikk mot tusenårsskiftet. Fafo-rapport 275. 48 sider. Kr 86,-
- 6 Keith Smith: Økonomisk vekst og «lavteknologi». Aktuelle spørsmålsstillinger for Norge. Fafo-rapport 276. 28 sider. Kr 75,-
- 7 Knut Arild Larsen: Utdanningsbasert kompetanse i dagens og morgendagens arbeidsmarked. Fafo-rapport 277. 40 sider. Kr 83,-
- 8 Lars-Henrik Johansen: Bak de store ord. Sammenlikninger av etter- og videreutdanning mellom bransjer og internasjonalt. Fafo-rapport 278. 132 sider. Kr 135,-
- 9 Per Kleppe: Solidaritetsalternativet - fortid og framtid. Fafo-rapport 279. 40 sider. Kr 82,-
- 10 Per Kleppe: Arbeidslinjen og de svake gruppene på arbeidsmarkedet. Fafo-rapport 280. 74 sider. Kr 107,-
- 11 Trond Petersen: Kjønnsspørsmålet. Hvor står vi i arbeidslivet. Fafo-rapport 281. 47 sider. Kr 83,-
- 12 Gunn Birkelund: Deltidsarbeid. Fafo-rapport 282. 36 sider. Kr 79,-
- 13 Jean Louis Laville: Arbeidets framtid. Den franske debatten. Fafo-rapport 283. 70 sider. Kr 91,-
- 14 Gerhard Bosch: Differensiering og fleksibilisering av arbeidstiden. På leting etter et nytt arbeidstidsparadigme. Fafo-rapport 284. 48 sider. Kr 83,-
- 15 Ove Langeland og Reid J. Stene: Holdninger til arbeid, lønn og fagbevegelse. Resultater fra en spørreundersøkelse. Fafo-rapport 285. 48 sider. Kr 83,-
- 16 Eli Feiring: Er noen fordelingsprinsipper mer rettferdige enn andre?. Fafo-rapport 286. 36 sider. Kr 77,-
- 17 Eli Feiring: Beskrive for å vurdere?. Om evaluering av fordelingsordningers verdigrunnlag. Fafo-rapport 287. 32 sider. Kr 75,-
- 18 Lars Fjell Hansson: Man skal ikke plage andre.... Om grenser for offentlig maktutøvelse for å redusere skader og død. Fafo-rapport 288. 70 sider. Kr 100,-

- 19 Kristin Hoff: Rettferdig skattlegging. En analyse av det normative grunnlaget for rettferdig fordeling av skattebyrden. Fafo-rapport 289. 112 sider. Kr 126,-
- 20 Kristin Hoff: Rettferdighet og effektivitet i det norske skattesystemet. Fafo-rapport 290. 44 sider. Kr 85,-
- 21 Hilde Lorentzen og Reid J. Stene: Holdninger og deltakelse i nærmiljø og organisasjonsliv. Resultater fra en spørreundersøkelse. Fafo-rapport 291. 47 sider. Kr 83,-
- 22 Espen Dahl: Solidaritet og velferd. Grunnlaget for oppslutning om velferdsstaten. Fafo-rapport 292. 62 sider. Kr 96,-
- 23 Espen Dahl: Hvor går helsevesenet?. Om likhet og effektivitet i norsk helsetjeneste. Fafo-rapport 293. 44 sider. Kr 82,-
- 24 Espen Dahl og Gunn Birkelund: Sysselsetting, klasse og helse 1980–1995. En analyse av fem norske levekårsundersøkelser. Fafo-rapport 294. 44 sider. Kr 79,-
- 25 Kåre Hagen: Den nordiske velferdsstaten. Museumsgjenstand eller bærekraftig samfunnsmodell?. Fafo-rapport 295. 47 sider. Kr 83,-
- 26 Kåre Hagen: Utviklingen i de skandinaviske velferdsstater. Fra krise til konsolidering?. Fafo-rapport 296. 47 sider. Kr 83,-
- 27 Per Kleppe: Bedre tjenesteyting i kommunene?. Fafo-rapport 297. 72 sider. Kr 100,-
- 28 Heidi Gautun: Endringer i familieomsorgen til eldre?. Fafo-rapport 298. 82 sider. Kr 103,-
- 29 Neil Gilbert: Selvhjelpsstaten. Et nytt paradigme for sosial trygghet. Fafo-rapport 299. 36 sider. Kr 75,-
- 30 Torkel Bjørnskau og Reid J. Stene: Holdninger til helse- og omsorgstjenester. Resultater fra en spørreundersøkelse. Fafo-rapport 300. 41 sider. Kr 79,-
- 31 Gunn Birkelund: Marginalisering i en velferdsstat. Fafo-rapport 301. 30 sider. Kr 75,-
- 32 Aksel Hatland: Nordisk alderspensjon under ombygging. Fafo-rapport 302. 32 sider. Kr 74,-
- 33 Tone Fløtten: Fattigdom i Norge. Problem eller bagatell?. Fafo-rapport 303. 114 sider. Kr 125,-
- 34 Anne Britt Djuve: Etniske minoriteter og de nordiske velferdsstatene. Fafo-rapport 304. 46 sider. Kr 86,-
- 35 Jardar E. Flaa og Axel W Pedersen: Holdninger til ulikhet, pensjon og trygd. Resultater fra en spørreundersøkelse. Fafo-rapport 305. 60 sider. Kr 91,-
- 36 Jon Erik Dølvik og Torgeir Stokke: Den norske forhandlingsmodellen. Et tilbakeblikk. Fafo-rapport 306. 46 sider. Kr 88,-
- 37 Keith Smith: Economic growth and "low-tech" industries. Issues for Norway. Fafo-rapport 307. 37 sider. Kr 77,- (Norsk utg. nr. 6)
- 38 Gunn Birkelund: Part-time work in a welfare state. Fafo-rapport 308. 30 sider. Kr 73,- (Norsk utg. nr. 12)
- 39 Jean Louis Laville: The future of work. The debate in France. Fafo-rapport 309. 80 sider. Kr 103,- (Norsk utg. nr. 13)
- 40 Jean Louis Laville: Le futur du travail. Le debat Francais. Fafo-rapport 310. 80 sider. Kr 103,- (Norsk utg. nr. 13)
- 41 Gerhard Bosch: Differenzierung und Flexibilisierung der Arbeitszeit. Die schwierige Suche nach einem neuen Arbeitszeitparadigma. Fafo-rapport 311. 67 sider. Kr 95,- (Norsk utg. nr. 14)
- 42 Neil Gilbert: The Enabling State. An Emerging Paradigm for Social Protection. Fafo-rapport 312. 35 sider. Kr 76,- (Norsk utg. nr. 29)
- 43 Bernard Enjolras: Labour-market regulation and economic performance. A review. Fafo-rapport 313. 44 sider. Kr 82,-
- 44 Bernard Enjolras: Welfare state and disincentives effects. Theoretical perspectives. Fafo-rapport 314. 51 sider. Kr 86,-

Steinar Holden

## **Frie kapitalkrefter**

### Noen konsekvenser for nasjonal økonomisk-politisk styring

er en av publikasjonene fra rapportserien i prosjektet Det 21. århundrets velferdssamfunn. Det er en omfattende serie med stor faglig spennvidde og flere bidrag fra forskere i inn- og utland. Sentrale temaer som dekkes i rapportserien er:

arbeidslivet med vekt på globalisering, næringsutvikling og sysselsetting; kompetanse, etter- og videreutdanning; forhandlinger og trepartssamarbeid

hverdagslivet med vekt på familie, nærmiljø og frivillige organisasjoner; normer, holdninger og verdier

velferdstjenester med vekt på helse, omsorg og sosial trygghet; velferdsstat, privatisering og levekår

velferdsytelser med vekt på pensjoner, inntektssikring og fordeling; økonomisk ulikhet og fattigdom



**Fafo**

Forskningsstiftelsen Fafo  
Borggata 2B/Postboks 2947 Tøyen  
N-0608 Oslo  
<http://www.fafo.no>

Det 21. århundrets velferdssamfunn 3  
Fafo-rapport 273  
ISBN 82-7422-243-1