ARNE JON ISACHSEN | GEIR BJØNNES HØIDAL

GLOBALE PENGER

GYLDENDAL
AKADEMISK

Globale penger

Arne Jon Isachsen
og
Geir Bjønnes Høidal

GYLDENDAL
AKADEMISK

© Gyldendal Norsk Forlag AS 2004
1. utgave

ISBN 978-82-05-45066-0

Layout: Arve Michaelsen/Matematisk Sats
Sats: Arve Michaelsen/Matematisk Sats
Brødtekst: Times Roman 10/13, MathTimes

Alle henvendelser om boken kan rettes til
Gyldendal Akademisk
Postboks 6730 St. Olavs plass
0130 Oslo

www.gyldendal.no/akademisk
akademisk@gyldendal.no

Det må ikke kopieres fra denne boken i strid med åndsverkloven eller avtaler om kopiering inngått med KOPINOR, interesseorgan for rettighetshavere til åndsverk. Kopiering i strid med lov eller avtale kan medføre erstatningsansvar og inndragning, og kan straffes med bøter eller fengsel.

Forord

There is no sphere of human thought in which it is easier to show superficial cleverness and the appearance of superior wisdom than in discussing questions of currency and exchange.

— Winston S. Churchill

Som finansminister i England besluttet Winston Churchill i april 1925 å gå tilbake til gullstandarden, som ble forlatt ved starten av første verdenskrig. «Den dummeste beslutning jeg noen gang fattet,» mente han senere. Seks år etter ble gullstandarden forlatt for godt. I mellomtiden hadde britene en altfor sterk valuta, med tilhørende problemer for konkurranseevnen.

Hensikten med denne boken er å formidle innsikt i spørsmål som har med valuta, renter og inflasjon å gjøre. Snarere enn å vise «superficial cleverness and the appearance of superior wisdom» vil den seriøse leser – etter å ha arbeidet seg gjennom Globale penger – fremstå med grundige vurderinger og reflekterte synspunkter.

Dette er en kort og konsis bok som gir en intuitiv, men samtidig stringent fremstilling av sentrale sammenhenger i økonomien. Det som skjer i de globale kapitalmarkedene, er ikke alltid like lett å forstå – selv ikke i ettertid når vi vet hvordan det gikk. Teori er likevel viktig. Det gir en ramme å sette det vi observerer, inn i. Teori gir også bedre innlevelse i og forståelse av grunnleggende begreper og sammenhenger.

Eksempler fra virkeligheten kaster lys over sentrale deler av stoffet. Den som selv har gjort empiriske arbeider, dvs. brukt lange dataserier fra virkeligheten, vet at slikt tar tid. En stor takk til Knut-André Ask Kristiansen, som har gjort en strålende jobb med figurer og statistiske beregninger.

Takk også til Norsk faglitterær forfatter- og oversetterforening for finansiell støtte.

I arbeidet med denne boken har vi mottatt kommentarer og innspill fra mange; folk i markedet, studenter og kolleger. Ingen nevnt – ingen glemt. Takk til alle.

Det er ingen fotnoter i denne boken. Henvisninger til litteratur er holdt nede på et minimum. Begge deler er gjort for å gjøre boken så leservennlig som mulig.

Boken vil bli supplert av et eget arbeidshefte. Her er det oppgaver som den ivrige leser kan prøve seg på. Noen med forslag til svar – andre uten. En liste over egnet litteratur blir også tilbudt i dette heftet.

Den store danske dikter og filosof Søren Kierkegaard sier: «Et forord er en stemning. Å skrive et forord er liksom å hvesse ljåen, liksom å stemme gitaren . . . Å skrive et forord er liksom å ha gjort noe som berettiger til å fordre en viss oppmerksomhet.» Vårt håp er at den tid og oppmerksomhet du spanderer på denne boken, vil gi et godt utbytte.

Sandvika, 25. juni 2004

Arne Jon Isachsen og Geir Bjønnes Høidal

Innhold

1 Hva er penger? 11

1.1 Penger er allment godtatt byttemiddel 11
1.2 Skille mellom kjøp og salg 12
1.3 Penger krever tillit 13
1.4 Greshams lov 14
1.5 Penger har mindre betydning i en planøkonomi 14
1.6 Prisene måles i penger 15
1.7 Seigniorage og inflasjonsskatt 17
1.8 Penger i dag 19

2 Alternativer i valutapolitikken 21

2.1 Gullstandard og frie kapitalbevegelser 21
2.2 Bretton Woods-systemet 23
2.3 Dynamikken i norsk valutapolitikk 25
2.4 Alternativer i valutapolitikken 28

3 Fast valutakurs 31

3.1 Konkurranseevnen målt ved den reelle valutakursen 31
3.2 Fast valutakurs og $(n-1)$-problemet 33
3.3 Kursjustering som økonomisk virkemiddel 34
3.4 En ligning hvis betydning vanskelig kan overvurderes 35
3.5 Noen ubalanser 36
3.6 Tysk gjenforening og revalueringen vi ikke fikk 38

4 Flytende valutakurs 41
4.1 Et enkelt eksempel 42
4.2 Et bedre eksempel 43
4.3 Noen tall til 46
4.4 Terminkursen og prisen i fremtiden kan låses i dag 47
4.5 Formelen for terminkursen er en arbitrasjebetingelse 48
4.6 Udekket renteparitet (URP) 49
4.7 Terminkursen og fremtidig spot 51
4.8 Dollarens vekst og fall – de ubegripelige 1980-årene 52

5 Rentens terminstruktur 57
5.1 Terminrenten kan låse inn renten frem i tid 58
5.2 Hvordan gikk det? 60
5.3 Markedet blir stadig vekk tatt på senga 62
5.4 Manglende konsistens i Norges Bank? 66
5.5 Nærmere om sammenheng mellom avkastningskurven og terminrenten 67
5.6 Hvor godt predikerer terminrenten fremtidige renter? 69
5.7 Noen erfaringer fra det amerikanske markedet 71
5.8 En avsluttende kommentar 75

6 Penger og inflasjon 77
6.1 Inflasjon i tidligere tider og nå 77
6.2 Kvantitetsteorien 79
6.3 Etterspørselen etter penger 81
6.4 Fisher-effekten – litt teori 83
6.5 Fisher-effekten – litt empiri 86
6.6 Om realrenteobligasjoner 91

7 Nominelle sjokk 95
7.1 Teorien om kjøpekraftsparitet 96
7.2 Tallenes tale 98
7.3 Dornbusch-modellen stilles opp 99
7.4 Modellen i arbeid 101
7.5 Modellen sammenfattes 103

8 Realøkonomiske sjokk 107
8.1 Bedring av bytteforholdet med utlandet gir tilgang på mer av alt... 108
8.2 ..., men skaper behov for omstillinger 109
8.3 Oljeinntekter er ikke som andre inntekter 113
8.4 Finnes det smertefrie måter å øke bruken av oljepenger på? 115
8.5 Nærmere om begrepet konkurranseevne 116
8.6 Noen avsluttende betraktninger 121

9 Erfaringer med euro så langt 123
9.1 Bakgrunn 123
9.2 Hva man forventet 125
9.3 Hvordan det har gått: Mikroøkonomiske erfaringer så langt 128
9.4 Hvordan det har gått: Makroøkonomiske erfaringer så langt 130
9.5 Nærmere om Den europeiske sentralbanken (ESB) 132
9.6 Nærmere om Stabilitets- og vekstpakten 136
9.7 Vedvarende forskjeller i inflasjon – går det an? 139
9.8 Hva kan vi vente oss fremover? 141

10 Norsk penge- og valutapolitikk 145
10.1 Glimt fra gamle dager (1875–1945) 146
10.2 Lavrentepolitikk, liberalisering og bankkrise (1946–1992) 151
10.3 Tilbakevendingsregel for stabilisering av valutakursen (1993–2000) 155
10.4 Inflasjonsmål for pengepolitikken (2001 og utover) 159

11 Markedets mikrostruktur: en innføring 165
11.1 Valutadealeren er en sentral aktør 167
11.2 Viktige begreper og sammenhenger 168
11.3 Omsetningen i valutamarkedet – fordelt på tre delmarkeder 172
11.4 Vil elektroniske handlesystemer fortrenge dealerne? 174
11.5 Et asymmetrisk marked 177
11.6 To modeller for handel i valutamarkedet 177
11.7 Hvor god er empiri basert på markedets mikrostruktur? 179

12 Fra mikro til makro 181

12.1 Mikro og makro: En blandingsmodell 181
12.2 Modellen testes 184
12.3 Hvorfor flytende kurser svinger så mye 187
12.4 Sentralbankintervensjoner 188
12.5 Mikrostruktur og intervensjoner i valutamarkedet 189
12.6 Norske valutakriser på 1990-tallet 192
12.7 Kundeordre 195
12.8 Yen-krisen i oktober 1998 197

Register 201

1

Hva er penger?

I Norge i det 21. århundre tenker vi på kroner når temaet penger dukker opp. Den enkleste og tydeligste manifestasjonen av norske kroner har vi i form av sedler og mynt.

Med penger menes betalingsmiddel. Et godt monetært system inngir tillit til at pengeverdien holder seg over tid. Om så er tilfelle, kan man gjerne la det gå noe tid før inntekter fra salg omgjøres til utgifter ved kjøp. Penger er også det vi måler verdier i. Med en eplepris på 20 kroner kiloen, en pærepris på 15 kroner og en appelsinpris på 10 kroner kiloen kan vi si at en kilo epler «koster» to kilo appelsiner. Eller at en kilo pærer koster halvannen kilo appelsiner, eller tre kvart kilo epler. Men det hele blir så mye enklere ved å la verdien på alle varer og tjenester bli uttrykt i en og samme enhet, nemlig kroner.

Prisen på et lands penger uttrykkes gjerne i dollar. Det gir dollaren en spesiell plass i det internasjonale monetære systemet.

1.1 Penger er allment godtatt byttemiddel

I historisk perspektiv er sedler relativt nytt. Går vi noen hundre år tilbake i tid, rådet mynter – gjerne i ulike metaller – grunnen alene. I starten var sedler egentlig bare «lagerbevis». De godtgjorde at man eide eller hadde disposisjonsrett over en gitt mengde gull eller sølv, deponert i en bank. Eller som i staten Virgina i USA i det 18. og 19. århundre, at man eide en viss mengde tobakk, behørig lagret.

Fra 1950-tallet og utover ble det stadig vanligere å betale i form av sjekk. Bruk av sjekk forutsatte at man hadde konto i en bank, og at det var penger på denne kontoen. Eventuelt at man hadde avtale med banken som gav anledning til å overtrekke kontoen, opp til en viss grense.

Det siste par tiår har «kortpenger» overtatt. Man trekker sitt kort med den elektroniske stripen ned, gjennom et lite apparat. Beløpet som skal betales, godkjennes ved at man trykker sin egen hemmelig kode på fire siffer. Som ved sjekker, forutsetter kortbruk enten en konto med penger på eller en avtale om kortsiktig lån fra utstederen av kortet.

Den neste innovasjonen i pengebransjen heter «e-money», dvs. elektroniske penger. Hvorvidt e-penger etter hvert vil overta for andre typer penger, gjenstår å se. Om så skjer, og om f.eks. tellerskritt hos Telenor kan brukes som betaling for en ny sofa fra Ikea, kan forholdene legges til rette for en «privatisering» av pengevesenet. Det vil skape utfordringer denne boken ikke tar opp.

Penger som sådan har ingen verdi. En hundrekroneseddel med bilde av Kirsten Flagstad på, eller en tohundrekroneseddel med Kristian Birkelands kontrafei, har ingen bruksverdi. Verdien av sedlene ligger i forventningen om at andre vil godta dem som byttemiddel for varer og tjenester man har genuint lyst på. Men hvorfor skulle de det? Jo, fordi de vet at de i sin tur kan anvende penger på samme måte, dvs. for å skaffe seg realøkonomiske goder.

Et godt *pengesystem* har stor verdi, selv om *penger som sådan* ikke har det. Et velfungerende pengesystem, eller pengevesen, er med på å legge forholdene til rette for verdiskapingen i samfunnet. Imidlertid er pengevesenet skjørt. Det skal ikke så mye til før det kommer i ulage. Konsekvenser av et skakkjørt pengesystem, eller av en feilslått pengepolitikk, kan være brutale og alvorlige. Som i Tyskland i 1923. Et skinkesmørbrød som den ene dagen kostet 14 000 mark, hadde prislappen 24 000 mark dagen etter. Eller som i Norge tidlig på 1990-tallet. Da landets to største forretningsbanker måtte settes under offentlig administrasjon, etter tap som svei av hele egenkapitalen.

1.2 Skille mellom kjøp og salg

Hva er egentlig problemet med skinkesmørbrødet i Tyskland i 1923? Jo, han som selger smørbrødet, kan ikke stole på at de 14 000 mark han mottar i betaling, har særlig stor verdi noen dager senere. Med *hyperinflasjon*, dvs. 50 % prisstigning eller mer pr. måned (i skinkesmørbrødeksemplet, pr. dag!) mister pengene kjøpekraft. Da gjelder det å kvitte seg med dem så fort som mulig, dvs. skaffe seg realgoder i stedet. Smørbrødselgeren haster av sted og kjøper noe – mens pengene enda har en viss verdi.

Beslutninger om hva man skal bruke pengene til, blir bedre om man

tar tiden til hjelp. I den tiden det tar fra skinkesmørbrødene er solgt, til selgeren har funnet ut hva han skal bruke pengene til, fungerer penger som *verdioppbevaringsmiddel*. Med et stabilt prisnivå blir penger godt egnet til å oppbevare kjøpekraft. Fravær av inflasjon, i hvert fall av hyperinflasjon, gjør det lettere å la salg og kjøp være to separate handlinger.

Men hvordan skal et samfunn sikre seg at pengenes funksjon som verdioppbevaringsmiddel blir godt ivaretatt? Den engelske attenhundretallsfilosofen John Stuart Mill gav svaret: Verdien av penger er avhengig av tilbudet av penger i forhold til tilbudet av ting som penger kan kjøpe. Om tilbudet av penger stiger kraftig i forhold til den mengden av varer og tjenester penger kan kjøpe, blir resultatet prisstigning. Som ikke er noe annet enn en svekkelse av pengeverdien.

Av diskusjonen over kan vi slutte at tilliten til et pengesystem er tuftet på tiltro til at den fremtidige produksjonen av penger holdes i tømme.

1.3 Penger krever tillit

Med gull eller sølv som penger kan man være rimelig trygg på at pengene bevarer sin verdi over tid. Ikke primært fordi gull og sølv har alternativ anvendelse. Men fordi den løpende produksjonen av gull alltid vil være relativt beskjeden sammenlignet med den eksisterende beholdningen.

I 1492 oppdaget Columbus Amerika. De spanske conquistadores viste lite måtehold. Skatter av sølv ble røvet. Og enda mye mer sølv ble vunnet ut av rike gruver. Med sølv som penger i Europa ble resultatet som forventet. Prisene tok til å stige. Først i Spania, deretter i resten av Europa. Tall fra England viser at et prisnivå på 100 i 1490 var steget til 250 i 1590, og til 350 i 1673. For deretter å flate ut og gradvis avta noe. Betydelig inflasjon? Nei, ikke etter våre dagers normer. Et prisnivå som stiger med halvannen gang på hundre år, gir en gjennomsnittlig årlig prisstigning på under 1 %.

Et pengesystem basert på edelt metall, innebærer en sløsing med ressurser. Hvorfor bruke tid og krefter på å grave gull, bare for å legge opp et stadig økende lager av gullbarrer, som sikkerhet for utstedelse av sedler? Kunne vi ikke innrette betalingssystemet på en annen måte, slik at gullet ble brukt til industrielle formål og til smykker snarere enn bare lagret? Jo, ved å la staten få monopol på utstedelse av penger uten noen garanti for innløsning av sedler til en fast pris i gull. Men det fordrer i sin tur ro for at staten ikke vil misbruke denne monopolretten.

Historisk har ikke misbruk vært til å unngå. Spesielt i sterkt pressede situasjoner, som ved krig og uår, har staten hatt viktigere oppgaver for

øyet enn en stabilisering av pengeverdien. Nytrykte sedler som staten således anvender for finansiering av egne oppgaver, vil da slå ut i tiltakende inflasjon, med mindre et system med kontroll og rasjonering settes i verk.

1.4 Greshams lov

I økonomi, som i samfunnsvitenskaper generelt, kan det synes som om de fleste lover – eller stabile sammenhenger – går ut på dato. Det skal vi se mange eksempler på senere i denne boken. Men en lov ser ut til å motstå tidens tann bedre enn de fleste andre, nemlig Greshams. Den ble elegant formulert av Thomas Gresham i 1558, finansiell rådgiver for dronning Elizabeth I, og lyder slik: «Dårlige penger fordriver gode penger».

Om to pengestykker har samme nominelle verdi, dvs. samme verdi ved kjøp og salg, dvs. er like gode som allment godtatt byttemiddel, men samtidig har ulik evne til å oppbevare verdier over tid, er det da rart at den mynten som best holder sin verdi over tid, ender på kistebunnen? I Greshams tid var det ikke uvanlig at små hjørner av mynter ble klippet bort, eller litt sølv- eller gullstøv filt av. Men så lenge kongens segl var intakt, gikk den for pålydende verdi.

De «ubarberte» myntene, med marginalt større vekt i gull eller sølv, var mer egnet til å oppbevare verdier over tid. For om en ny hersker tok makten, og preget nye mynter med sitt segl, da vil vekten av gullet og sølvet være avgjørende for hvor mange nye mynter man fikk, og ikke antall gamle mynter man leverte for omsmelting. På den bakgrunn valgte folk å spare de hele eller ubarberte myntene, som således ble drevet ut av sirkulasjon, og å bruke de barberte eller litt lettere myntene. Gode penger ble drevet ut av dårlige penger.

1.5 Penger har mindre betydning i en planøkonomi

I det tidligere Sovjetunionen spilte pengevesenet en underordnet rolle. Når alle transaksjoner mellom bedrifter var basert på tall og planer utarbeidet av det statlige planleggingskontoret (Gosplan), og alle bedriftene var eid av staten, var det ikke noe eget rom for penger som sådan, i betydningen generell kjøpekraft bedrifter imellom. Bare på butikknivået hadde penger en funksjon, ved at arbeiderne fikk lønn i rubler som de kunne handle i de statlige forretningene for. Men også på dette nivået var pengenes *konvertibilitet*, eller «byttbarhet», mot varer og tjenester sterkt begrenset. Det

skyldtes at også i butikkene var prisene bestemt på sentralt hold, uten særlig hensyntagen til om de fremkomne prisene gav klarering av markedene.

Den manglende konvertibiliteten av penger i en planøkonomi kan vi ikke beskrive bedre enn John le Carré gjør det, i thrilleren Russlands hus:

> Hun hadde bestemt seg. Straks hun kom til kontoret, ville hun hente de to billettene til Filharmonien som redaktør Barzin hadde lovet henne... I lunsjpausen, når hun hadde vært ute og handlet, ville hun bytte billettene med portner Morozov, som hadde lovet henne fire og tyve stykker importert såpe i lekker innpakning. For denne flotte såpen skulle hun kjøpe den rullen med grønnrutet ullstoff som bestyreren i klesbutikken hadde tatt av til henne. Katja nektet plent å lure på hvorfor han hadde gjort det. I ettermiddag, etter den ungarske mottagelsen, skulle hun levere stoffet til Olga Stanislavskaja, som – til gjengjeld for tjenester de måtte komme overens om – skulle sy to cowboy-skjorter på den østtyske symaskinen hun nettopp hadde byttet til seg for den gamle Singermaskinen, en til hver av tvillingene, bare de ble ferdige til fødselsdagen. Og kanskje ble det stoff til overs så hun kunne fikse en privat tannlegekontroll for dem begge.
>
> Kilde: John le Carré, *Russlands hus*.

1.6 Prisene måles i penger

Vi har allerede slått fast det praktiske ved å ha «noe» som alle godtar som byttemiddel, og som dessuten har den egenskapen at det beholder sin verdi over tid. En tredje hensiktsmessig egenskap ved dette «noe» – eller ved penger – er å bruke penger som verdimåler.

Anta en økonomi med n antall varer. Det er da lett å vise at antall bilaterale bytteforhold, eller antall *relative priser*, blir $n(n-1)/2$, se boks 1.1. Med n lik 100 vil vi i så fall ha vi 4950 bytteforhold å holde orden på. Om vi her «utnevner» en vare til måleenhet, blir antall bytteforhold redusert til $(n-1)$, eller 99.

Hva er poenget? Poenget er meget godt. For å kunne gjøre gode valg kreves god informasjon. Om du skal holde orden på 4950 bytteforhold (eller relative priser) snarere enn 99, mister du fort oversikten. Når penger, i tillegg til å være byttemiddel også er måleenhet, blir informasjonsgrunnlaget for økonomiske beslutninger betydelig bedre.

Boks 1.1

Amerikanske dollar er pengenes penger

Med valutakursen mener vi prisen på ett lands penger målt i et annet lands penger. Den norske kronen (NOK) for eksempel, kan vi daglig finne verdien av mot andre lands valutaer – i aviser eller på dataskjermer. Vanligvis uttrykkes kursen som antall norske kroner som skal til for å kjøpe én eller hundre enheter av et annet lands valuta. Når denne prisen stiger, dvs. vi må ut med flere NOK for å kjøpe en gitt mengde av et annet lands penger, innebærer det at vår valuta synker i verdi, dvs. svekker seg mot dette andre landets valuta.

Det er mer enn hundre valutaer i verden. Det gir flere tusen bilaterale kurser å holde orden på. Om vi lar ett lands penger være måleenhet for alle de andre landenes penger, blir bildet mer oversiktlig. Med kunnskap om at en amerikanske dollar koster henholdsvis ni norske kroner og ti svenske kroner, følger det at 9 NOK = 10 SEK. Kursen på svenske kroner målt i norske kroner kan således avledes av de to respektive valutaenes verdi mot dollar. Med den amerikanske dollaren som måleenhet i det internasjonale pengesystemet, vil alle bilaterale kurser være kjente om vi for hver enkelt valuta kjenner dollarkursen.

I matrisen under har vi listet opp åtte valutaer. Det gir 64 ruter, eller bytteforhold, eller valutakurser. Ettersom prisen på en valuta målt i den samme valutaen alltid er lik 1, blir det kun ett-tall langs diagonalen. De kan vi se bort fra. Videre vil ethvert tall på oversiden av diagonalen ha sitt inverse motstykke på undersiden av diagonalen: Om vi vet at 1 EUR = 8 NOK, vet vi også at 1 NOK = 0,125 EUR. Det blir således $(64 - 8)/2 = 28$ separate, bilaterale kurser å holde orden på. Eller

$$\frac{n \cdot (n-1)}{2} = \frac{8 \cdot (8-1)}{2} = 28$$

	USD	NOK	EUR	SEK	DKK	JPY	GBP	CHF
USD	1	•	•	•	•	•	•	•
NOK	*x*	1	•	•	•	•	•	•
EUR	*x*	•	1	•	•	•	•	•
SEK	*x*	•	•	1	•	•	•	•
DKK	*x*	•	•	•	1	•	•	•
JPY	*x*	•	•	•	•	1	•	•
GBP	*x*	•	•	•	•	•	1	•
CHF	*x*	•	•	•	•	•	•	1

Med dollarkursen på alle valutaene – dvs. med tall satt inn i den første kolonnen i stedet for alle *x*-ene – kan vi fylle ut resten av matrisen. Og antall valutakurser som vi må ha kunnskap om, synker fra 28 til 7.

1.7 Seigniorage og inflasjonsskatt

Monopol på utstedelse av penger har lenge vært myndighetenes rett. Å slå mynt kunne ikke Jørgen Hattemaker tillate seg. Han måtte pent bringe sitt gull til herskeren som tok seg betalt for å prege myntene med sitt eget segl. Denne betalingen, eller monopolfordelen, har betegnelsen «seigniorage».

Også i dagens samfunn har staten monopolfordel av å utstede sedler og mynt. En enkel måte å beregne den årlige seignioragen i Norge på, tar utgangspunkt i Norges Banks balanse. Passivasiden her viser at seddel- og myntomløpet i Norge ved utgangen av år 2000 var på om lag 43 milliarder kroner. Disse pengene kan sees som evigvarende lån som privat sektor (eller staten) har ytet Norges Bank. En annen sjarmerende egenskap er at lånene aldri skal betales tilbake. Med oppløsning av gullinnløsningsplikten i 1931, kan vi heller ikke gjøre krav på gull for sedlene.

På aktivasiden i Norges Bank finner vi ulike rentebærende papirer. Om vi legger til grunn en rente på disse papirene på 5–6 %, betyr det at Norges Banks seigniorage kan anslås til vel to milliarder kroner pr. år.

Som nevnt over, kan et lands myndigheter snarere enn å heve skattene, velge å øke seddelmengden for på den måten å skaffe seg mer ressurser. I neste omgang gir dette inflasjon, dvs. en uthuling av pengeverdien. Ved en slik pengepolitikk blir folk skattlagt, ikke av sin lønn – om denne holder tritt med inflasjonen – men av sin pengebeholdning. Realverdien av en gitt nominell pengemengde synker i takt med prisstigningen. Vi snakker da om en ren inflasjonsskatt.

Et siste «seigniorage-begrep» skal kort omtales, nemlig internasjonal seigniorage. Hvis det hadde vært slik at våre nordiske naboer, svensker, dansk og finner, skulle finne det hensiktsmessig å oppbevare kjøpekraft i form av norske pengesedler, ville det gitt oss en fordel. Hvorfor det? Fordi Norges Bank da kunne øke mengden av sine ikke-rentebærende utestående 1ån (sedler) og tjene renter på motposten på aktivasiden.

For Norge er ikke dette aktuelt. Men for USA er internasjonal seigniorage av en viss betydning. Eksakte beregninger er ikke lette å lage, men anslag tyder på at om lag 400 milliarder dollar i form av sedler holdes utenfor USAs grenser. Om vi legger til grunn en rente på 5 %, gir dette

en årlig avkastning på 20 milliarder USD. Det tilsvarer om lag 0,20 % av USAs samlede produksjon i løpet av ett år, og er i samme størrelsesorden som den amerikanske u-hjelpen.

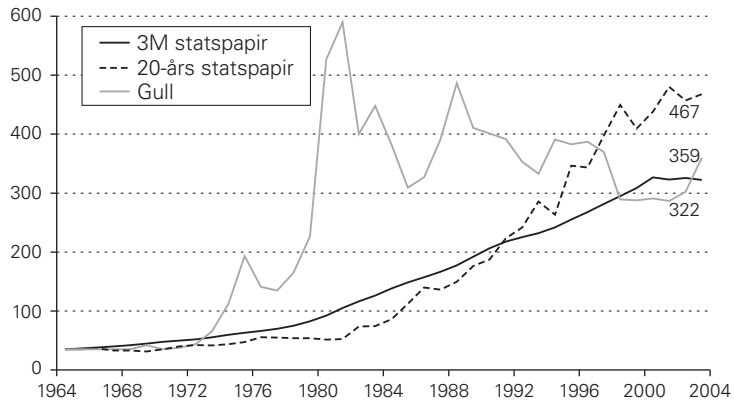
Boks 1.2

Gull – et hensiktsmessig verdioppbevaringsmiddel?

President Lyndon B. Johnsons innenlandske Great Society-program midt på 1960-tallet, og den etter hvert stadig mer upopulære Vietnamkrigen, krevde økte offentlige utgifter. Imidlertid uteble de nødvendige skatteøkningene. I stedet økte mengden av dollar i omløp. På den tiden hadde dollaren et fast definert forhold til gull. Og andre valutaer hadde et fast vekslingsforhold til dollaren.

Robert Triffin, en belgisk økonom, hevdet at med stadig synkende gullreserver, relativt til omløpet av dollar, ville tilliten til det eksisterende valutasystemet bli svekket. Før eller senere ville gullet miste sin rolle som ankerfeste for pengevesenet. Mon tro om prisen på gull da ville reflektere den generelle prisutviklingen i samfunnet? I så fall vil gull på kistebunnen, snarere enn penger i banken, være en mer hensiktsmessig måte å oppbevare verdier på.

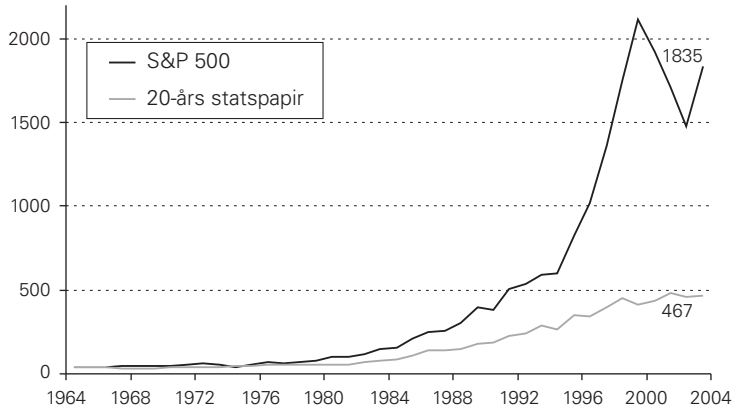
Figur 1.1 Hva 35 USD vokste til på 40 år



I 1965 hadde gull en fast pris på 35 dollar pr. unse. I august 1971 ble den faste prisen på gull i amerikanske dollar oppgitt. Det førte til en markant stigning i prisen på gull. Figur 1.1 viser verdiutviklingen av 35 dollar anvendt til kjøp av en unse gull sammenlignet med bruk av like mange penger til kjøp av rentebærende ameri-

kanske statspapirer, for perioden januar 1965–januar 2004. Som vi ser er det først mot slutten av perioden at investeringer i statlige amerikanske 20-års verdipapirer gir mer penger i kassa enn det å eie en unse gull.

Figur 1.2 1965–2004: Investering i aksjer var kjempesmart



Figur 1.2 sammenholder verdiutviklingen på 35 dollar investert i amerikanske statsobligasjoner, med verdiutviklingen for 35 dollar investert i aksjer, målt ved Standard & Poors indeks for 500 selskaper for samme periode. Etter 40 år er penger satt i statsobligasjoner blitt trettendoblet, mens penger satt i aksjer, har blitt mer enn femtidoblet.

1.8 Penger i dag

Ved utgangen av 2000 var pengemengden i Norge på vel 373 milliarder kroner, om penger defineres snevert som betalingsmiddel, dvs. som kontanter pluss innskudd som kan anvendes for transaksjonsformål. Basert på en noe videre definisjon, som tar med seg andre typer bankinnskudd samt banksertifikater, var pengemengden ved utgangen av dette året mer enn 732 milliarder kroner. Den første typen penger kalles M1-penger, den andre typen M2-penger. Hvilken definisjon som er mest hensiktsmessig eller egnet, vil ofte være et empirisk spørsmål. Dersom det er en stabil relasjon mellom veksten i M1-penger og den årlige prisstigningen, blir

Tabell 1.1 Sammensetning av pengemengden (millioner kroner)

Beholdningstall ved utgangen av året	Sedler og mynt	Innskudd på transaksjons-konti	M1	Andre innskudd	Bank-sertifikater	M2	BNP Fastlands-Norge	KPI
1991	32 452	157 852	190 304	290 667	828	481 799	630 546	86,6
1996	40 110	207 682	247 792	294 926	21 686	564 404	746 414	95,3
2000	42 524	330 724	373 248	324 506	34 388	732 093	828 148	105,5
Prosentvis gjennomsnittlig årlig vekst 1991–2000	3,05 %	8,57 %	7,77 %	1,23 %	51,29 %	4,76 %	3,08 %	2,22 %

utviklingen i M1-penger viktig å følge med på for dem som vil danne seg en oppfatning om prisutviklingen fremover.

Den gjennomsnittlige, årlige veksten i M1-penger over de ni årene tabell 1.1 omfatter, var på 7,8 %, mens veksten i M2-penger var på 4,8 %. I samme periode vokste realøkonomien med 3,1 % og prisnivået, målt med konsumprisindeksen, med 2,2 %. At summen av den realøkonomiske veksten og prisveksten er i samme størrelsesorden som veksten i den nominelle pengemengden, er ingen tilfeldighet. Vi har mer å si om dette senere i denne boken.