

Handlefrihet eller forutsigbarhet i pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem, Aftenposten 8. juni 2000.

Norges Bank reduserte styringsrentene i fjor vår. Denne våren har vi økt renten. Tidspunktene for renteendringene har skapt debatt. Norges Bank blir tillagt å spille med eller mot partene i arbeidslivet.

Etter at systemet med direkte reguleringer av kredittilførselen og politisk styrt rente brøt sammen på midten av 1980-tallet, har pengepolitikken vært i endring. Det er tre viktige veiskiller:

- Etter en rekke devalueringer på 1970- og 80-tallet og en siste nedskrivning i mai 1986 valgte norske myndigheter å holde kronen fast. De pengepolitiske myndighetene bandt seg til masten for å motstå kortsiktige fristelser. Renten ble fastsatt ensidig med sikte på å styre valutakursen innen snevre marginer. Verdien av kronen ble samtidig forsvart med omfattende kjøp av kroner i valutamarkedet. Fastkurspolitikken ga en gradvis nedgang i prisveksten. Samtidig bidro den aktive finanspolitikken til å gjøre det pengepolitiske valget mer troverdig, fordi arbeidsledigheten ble lavere enn den ellers ville blitt.
- I desember 1992 måtte fastkurspolitikken oppgis etter vedvarende uro og omfattende spekulasjoner i de europeiske valutamarkedene. Kronen holdt seg likevel stabil, og Norges Banks reaksjonsmønster ble ikke vesentlig endret. Stabiliteten i kronen skyldtes imidlertid i det vesentlige at finanspolitikken var godt tilpasset den økonomiske utviklingen, at lønnsveksten var lav og at oljeprisen var forholdsvis stabil.
- Om lag fra årsskiftet 1996/97 ble kronen mer ustabil. Det kommer til syne slik kursutviklingen er i løpet av en dag, fra dag til dag og fra kvartal til kvartal. Det har vært høy økonomisk aktivitet i Norge i denne perioden og sterk kostnadsvekst. Samtidig har svingningene i oljeinntektene vært betydelige, og uro i internasjonale finansmarkeder har smittet over på vår valuta.

Valutakursen er etter dette ikke lenger godt egnet som et operativt kortsiktig mål for pengepolitikken. Utviklingen viser at Norges Bank ikke lenger kan finstyre utviklingen i kronen. En viktig årsak er at med fri flyt av kapital er sentralbankens mulighet til å påvirke kronekursen gjennom kjøp og salg av kroner i valutamarkedet blitt begrenset. Når er sentralbank handler sin egen valuta, kan aktørene spille på at valutakursen ikke reflektere underliggende forhold i markedet. Med fri flyt av kapital kan dette utløse store kapitalbevegelser på kort tid.

Renten, som er bankens viktigste virkemiddel, har en mer indirekte og ikke så klart forutsigbar virkning på kronekursen, samtidig som kursen kan bli påvirket av en rekke forhold utenfor norske myndigheters rekkevidde og kontroll.

Statsmyndighetene har fastsatt mandatet for pengepolitikken. Det lyder:

"Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet."

Mandatet gir rom for tolkning og skjønn i utøvelsen av myndighet. I brev til Finansdepartementet 21. oktober 1999 har Norges Bank gjort rede for sin tolkning. I rentesettingen legger Norges Bank vekt på de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet. Pris- og kostnadsveksten må etter hvert komme

ned mot stigningen euro-landene sikter mot. Samtidig må en unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon. I tillegg har Norges Bank gjort relativt detaljert rede for hvordan bankens reaksjonsmønster vil være når pris- og kostnadsutviklingen og grunnlaget for kursstabilitet blir påvirket av ytre forhold.

I de kvartalsvise inflasjonsrapportene fra Norges Bank gis en oversikt over utviklingen i priser og kostnader og bankens beste skjønn for utviklingen i inflasjonen og grunnlaget for kursstabiliteten. Inflasjonsrapportene er derfor en viktig del av grunnlaget for rentebeslutninger.

Hovedstyret i Norges Bank vurderer nå normalt renten åtte ganger i året på tidspunkter som er gjort kjent. I tillegg til rentebeslutningene, har det i etterkant av møtene også blitt opplyst hvilken vurdering banken har av den fremtidige rentesettingen. Etter det siste rentemøtet ble det gitt uttrykk for at "tendensen i den økonomiske utviklingen og risikobildet gjør det mer sannsynlig at neste endring i renten vil være en økning enn at det blir en reduksjon".

Mandatet for pengepolitikken, bankens tolkning av mandatet og reaksjonsmønsteret i virkemiddelbruken slik det er gjort offentlig kjent, inflasjonsrapportene og vurderingene av den fremtidige rentesettingen har vesentlig betydning for de vedtak bankens organer vil fatte. Til sammen binder dette beslutningsgrunnlaget bankens organer om lag slik valutakursutviklingen gjorde i fastkurssystemet. Et innarbeidet handlingsmønster kan likevel brytes, men da bare i helt ekstraordinære tilfeller, f eks når stabiliteten i det finansielle systemet er alvorlig i fare.

Forutsigbarhet i sentralbankens adferd gjør usikkerheten mindre for alle aktørene i det økonomiske livet. Det gjør norsk økonomi mindre utsatt for tvil og spekulasjoner om rentesettingen og bidrar til jevnere utvikling i langsiktige renter. Kontinuitet og konsistens er derfor det beste bidraget Norges Bank kan gi til økonomisk stabilitet og kursstabilitet over tid når det er frie kapitalbevegelser og kronen flyter.

Men samtidig begrenses handlefriheten i rentepolitikken. Norges Bank kunne stått friere hvis vi hadde vært mindre åpen om reaksjonsmønsteret - hvis kortene ble holdt tettere til kroppen. Vi kunne forsøkt å overraske aktørene i det økonomiske livet og da kanskje på kort sikt oppnå større virkninger av renteendringer. Men bedrifter og finansaktører vil etter hvert lære og søke å gardere seg. Resultatet ville på lang sikt bli mindre tillit til pengepolitikken, høyere renter, lavere investeringer og svakere sysselsetting.

Når banken binder seg til et bestemt handlingsmønster, blir det heller ikke rom for taktisk rentesetting i forhold til andre viktige beslutningsprosesser, f eks inntektsoppgjørene hver vår eller statsbudsjettbehandlingen hver høst, dvs en bruk av renten som direkte sikter mot å påvirke disse beslutningsprosessene. Slik rentesetting kunne systematisk medføre en høyere rente fordi Norges Bank alltid måtte ha noe å gi. Det kunne videre innebære eksplisitte eller implisitte løfter som banken vanskelig kunne stå ved over tid. Inntektsoppgjørene varer i praksis fra februar til juni, mens budsjettet behandles i regjering og Storting med de viktigste vedtakene i månedene fra juli til desember. Sentralbanken kan i praksis ikke være passiv i rentepolitikken over så lange perioder. Det ville øke reaksjonstiden i pengepolitikken vesentlig og svekke grunnlaget for valutakursstabilitet.

Koordineringen mellom pengepolitikken, finanspolitikken og inntektsoppgjørene må i stedet finne sted på et mer overordnet nivå, slik det blir gjort gjennom de retningslinjene som regjeringen i nasjonalbudsjettene trekker opp for de ulike områdene av den økonomiske politikken.