

Utfordringer i pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem, Aftenposten 4. mai 1999.

I den økonomiske politikken i Norge er statsbudsjettet gitt i oppgave å stabilisere veksten i produksjonen og sysselsettingen. Petroleumsfondet skal virke som en buffer slik at svingninger i oljeinntektene til staten ikke påvirker fastlandsøkonomien, men bare kapitaleksporten til utlandet. De lokale og sentrale inntektsoppgjørene fastsetter lønnsutviklingen. I pengepolitikken rettes virkemidlene inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer.

Dersom statsbudsjettet stabiliserer den innenlandske økonomien, lønnsutviklingen holdes på linje med utviklingen i Europa, og svingningene i oljeinntektene ikke er større enn at petroleumsfondet kan virke som buffer, vil det være gode utsikter til at Norges Bank gjennom pengepolitikken kan sikre stabil kronekurs.

Men siden 1996 har dette ikke slått til. Statsbudsjettet har ikke i tilstrekkelig grad bidratt til å jevne ut veksten i den innenlandske etterspørselen og produksjonen, lønnsveksten har vært vesentlig høyere enn i andre land og svingningene i oljeinntektene har vært sterke. Samtidig ser det ut til at uro i internasjonale finansmarkeder lett smitter over på vår valuta. Kronekursen har svingt til tross for en aktiv bruk av Norges Banks virkemidler. Utviklingen de senere årene gjenspeiler at Norges Bank ikke kan finstyre utviklingen i kronekursen.

Virkemidlene

Norges Bank har dårlige erfaringer med omfattende og vedvarende kjøp og salg av kroner i valutamarkedet for å påvirke kronekursen. Aktørene kan oppfatte slike transaksjoner som en interessant profittmulighet, og det kan utløse kolossale kapitalbevegelser.

Norges Banks viktigste virkemiddel er derfor renten. En høyere rente vil normalt styrke kronekursen. Renten kan imidlertid bli så høy at den bidrar til nedgangstider. Da vil ikke pengepolitikken lenger være troverdig. En slik rente kan svekke kronen, mens en lavere rente kan bidra til mer stabil utvikling og styrke kronen.

Tilsvarende vil en lavere rente normalt svekke kronen. Men også når renten blir så lav at den bidrar til inflasjon, taper pengepolitikken troverdighet, og kronen blir ustabil.

Målet og mandatet

Pengepolitikken kan gi økonomien et nominelt ankerfeste. Fra 1986 har myndighetene hatt fokus på valutakursstabilitet. Prisstigningen har vært lav. Renten på langsiktige verdipapirer viser at det ikke er forventninger om stigende inflasjon. Det er tillit til at Norge ikke vil vende tilbake til en politikk som gir høy inflasjon.

De politiske myndigheter gir Norges Bank mandatet for utøvelsen av pengepolitikken.

Mandatet, formulert i forskrift våren 1994, er: "Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal *rettes inn mot* stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer *med utgangspunkt i* kursleiet etter at 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 utgangleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet " (mine uthevninger).

Forskriften bygger på at vi har flytende valutakurs. Den første setningen sier at vi har en styrt flyt av kronen. Virkemidlene skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer. Referansen *europeiske valutaer* har Norges Bank valgt å definere som euro fra 1. januar 1999.

Den siste setningen i forskriften avgrensner vårt system i forhold til et fastkurssystem. Det er ikke fastsatt en sentralkurs innenfor bestemte svingningsmarginer. I den utstrekning opplegget gir assosiasjoner i retning av et fastkursregime, bør begrepet *utgangsleiet* forstås som en bredt tegnet sentralkurs som kronen kan svinge rundt.

Den andre setningen omtaler *vesentlige endringer* i kursen i forhold til utgangsleiet. Det er viktig å merke seg at *vesentlige endringer* ikke er definert som en tallstørrelse, som for eksempel 2 1/4 prosent, 6 prosent eller 15 prosent som er svingningsmarginer EU-landene har anvendt i sitt valutakurssystem. *Vesentlige* må gis et økonomisk innhold. En rimelig tolkning er at kursutviklingen ikke må påvirke forventningene om pris- og kostnadutviklingen slik at kursendringene blir selvforsterkende.

Også uttrykkene *med sikte på, etter hvert, rettes inn mot og med utgangspunkt i* viser at Norges Bank er gitt stort rom for å utøve skjønn.

Skjønnsutøvelsen

I skjønnsutøvelsen legger Norges Bank vekt på de grunnleggende forutsetninger for kursstabilitet over tid. Pris- og kostnadsveksten må bringes ned mot det nivået som eurolandene sikter mot. Samtidig må en unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon.

Kravet i forskriften om tilbakevending av kronekursen til utgangsleiet kan - om det blir satt på spissen - ha et element av paripolitikk i seg. I en tenkt situasjon, for eksempel etter et stort og varig fall i oljeprisen, kan kronekursen i lengre tid bli liggende utenfor kursleiet. Dersom Norges Bank da forsøker med høy rente å presse kronen tilbake til kursleiet, vil pengepolitikken kunne skape nedgangstider av en art som vil svekke tilliten til kronen. Tilsvarende kan det etter appresiering oppstå situasjoner der en bevegelse av kursen tilbake mot kursleiet kan innebære at renten må settes så lavt at det skapes inflasjon. Da svekkes imidlertid grunnlaget for kursstabilitet. Norges Bank kan derfor ikke med åpne øyne innrette virkemidlene slik at de skaper inflasjon eller nedgangstid med deflasjon. Dersom det oppstår en situasjon hvor Norges Bank ikke kan få kursen tilbake uten slike konsekvenser, vil banken underrette statsmyndighetene om at det er behov for tiltak av andre enn banken.

Det kursleiet vi nå har, har vi i grove trekk levd med i mer enn et tiår. Norges Bank har ikke holdepunkter gjennom sine analyser for å si at det ikke er det riktige.

Samspeillet mellom politikkområdene

Det er store forskjeller mellom Norge og andre industrialiserte land i strukturen i økonomien, organiseringen av beslutningsprosessene i det økonomiske livet og i innretningen av den økonomiske politikken. I Norge har vi en inntekts- og lønnsdannelse med en relativt sterk grad av sentralisering, en rekke samarbeidsorganer og en særskilt lovgivning som gjør det lettere å løse arbeidskonflikter enn i mange andre land. Statsbudsjettet brukes mer aktivt for å stabilisere den økonomiske utviklingen. Dette skyldes blant annet at den norske stat har vesentlig større økonomisk handlefrihet enn andre stater.

Et særtrekk ved norsk økonomi er betydningen av oljeinntektene, som kan svinge mye fra år til år. Det er etablert et eget petroleumsfond som en buffer mot svingningene i oljeinntektene. Det demper virkningene på kronen av endringer i oljeprisen.

Flere land har de senere årene lagt om pengepolitikken til å styre direkte etter et mål om lav inflasjon. Med en passiv finanspolitikk får pengepolitikken da i praksis en større rolle i stabiliseringen av den økonomiske utviklingen.

I Norge har vi en annen institusjonell oppbygging og en annen målformulering i pengepolitikken. Bankens første tiltak når kronen har vært stabil og det er tendens til økende inflasjon, er å varsle statsmyndighetene om behov for tiltak av andre enn Norges Bank. Det samme ville Norges Bank gjøre dersom det ikke skulle være aktuelt å bringe kronen tilbake til utgangsløyet. I et land med inflasjonsmål ville sentralbanken håndtere dette selv uten først å henvende seg til statsmyndighetene. Men som nevnt kan heller ikke Norges Bank med åpne øyne inflatere eller deflatere økonomien.

Det mandatet Norges Bank har, må ses i sammenheng med den vekt statsmyndighetene i Norge legger på å føre en disiplinert, men aktiv finanspolitikk. Mandatet gir Norges Bank et grunnlag for å føre en pengepolitikk som gir et nominelt ankerfeste for norsk økonomi.