

Ny pengepolitikk?

av Steinar Holden

(trykket i Finansavisen 9.1.1999)

Har vi fått en ny pengepolitikk? Det har vært diskusjonstema gjennom uken, etter den nye sentralbanksjefens utspill om at rentenivået måtte ses i sammenheng med den innenlandske pris- og kostnadsutviklingen, samtidig som en også måtte unngå en sterk nedgangstid. Hva er svaret? Vel, det spørres hva en mener med pengepolitikk. Hovedlinjen er selvfølgelig uendret, den er fastsatt av Regjeringen gjennom valutaforskriften, der det bl.a. heter at "Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet." Denne hovedlinjen kan ikke Norges Bank endre, det er opp til de politiske myndigheter.

Derimot kan det se ut som Norges Bank i sin utøvelse av pengepolitikken vil legge vekt på litt andre kriterier enn det banken har gjort inntil nå. Tidligere sentralbanksjef Kjell Storvik gjentok gang på gang at renten utelukkende ville bli satt ut fra hensynet til valutakursen. På den annen side var Storviks begrunnelse for det rentenivået som ble valgt i august i fjor i hovedsak i samsvar med de kriterier som Svein Gjedrem har trukket frem. Det riktigste er vel derfor å si at vi har fått mer informasjon om hvilke kriterier som Norges Bank vil legge vekt på, men uten at vi dermed kan vite sikkert om dette er noe annet enn det den forrige sentralbanksjefen ville anbefalt.

Utgangspunktet for hele problemstillingen er at i dagens situasjon innebærer valutaforskriften bare vide begrensninger på hvilket rentenivå som Norges Bank velger. Renten må være klart høyere enn euro-renten, for å gjøre det mer attraktivt å holde norske kroner, samt for å dempe det innenlandske aktivitetsnivået (og dermed den innenlandske pris- og kostnadsutviklingen). Men det betyr ikke automatisk at renten må holdes så høy som den er nå, eller heves ytterligere, dersom kronen fortsatt er svak. Det er to grunner til dette. For det første fastsetter ikke valutaforskriften hvor lang tid det skal ta før kronen skal bevege seg tilbake til utgangsleiet. For det andre er det neppe noen entydig sammenheng mellom rentenivå og kronekurs. Dersom et for høyt rentenivå fører til betydelige problemer i norsk økonomi, ville dette trolig svekke troverdigheten til valutakursmålsettingen. En lærdom fra sammenbruddet i ERM-systemet i 1992/93 var at pengepolitikk som medfører betydelig økonomiske problemer kan miste sin troverdighet, fordi markedsaktørene etter hvert regner med at de politiske myndighet vil velge eller bli tvunget til å endre det pengepolitiske regimet. I en økonomi med relativt sentralisert lønnsfastsettelse kan det også være grunn til å tvile på om stadig høyere rente alltid vil føre til lavere lønnsvekst.

Alt i alt er det derfor betydelig rom for skjønn i fastsettelsen av rentenivået innenfor den valutaforskriften vi har. Siden det er Norges Bank som skal utøve dette skjønnnet, er det grunn til å glede seg over uttalelser fra sentralbanksjefen som gir økt grunn til å tro at skjønnnet vil bli utøvet på en god måte.

Enkelte observatører har hevdet at vi med disse uttalelsene har nærmet oss et inflasjonsmål for pengepolitikken. Det er noe i dette. I dagens situasjon kan Norges Bank velge det samme rentenivået enten banken følger en valutakursmålsetting eller en inflasjonsmålsetting. Men en må ikke glemme at dette er situasjonsbetinget. Dersom vi skulle komme tilbake til en situasjon som ved årsskiftet 1996/97, ville de to regimene igjen tilsi forskjellig rentenivå. Da måtte Norges Bank selvfølgelig velge et rentenivå i samsvar med valutakursmålsettingen, såfremt ikke de politiske myndigheter innen den tid har valgt et nytt pengepolitisk regime.

Økt uklarhet?

I følge en del observatører har sentralbanksjefens uttalelser skapt økt uklarhet om pengepolitikken, ved at markedet nå ikke lenger vet hva Norges Bank styrer etter. Dette er jeg ikke enig i. Dette ville vært tilfelle dersom de to hensynene, valutakurs og prisvekst, var sideordnede. Men det er de ikke - hensynet til valutakursen er overordnet. Tvert om vil jeg argumentere for at vi nå har fått noe mer informasjon om hvordan Norges Bank vil innrette sine virkemidler. Innenfor den vide rammen som valutakursforskriften gir, kan vi nå anta at Norges Bank vil sette renten ut fra en vurdering av prisvekst og innenlandsk aktivitetsnivå. Dette skulle tilsi at det er blitt større klarhet, og lettere å spå om hva renten vil være i tiden fremover. Men tross dette er nok dagens regime fortsatt mindre forutsigbart enn det et fornuftig utformet inflasjonsmål ville være, fordi dette kunne innebære en mer presis målsetting for Norges Bank enn den nåværende valutaforskriften.

Inflasjonsmål?

Bør vi endre regime til et inflasjonsmål? Selv har jeg hele tiden hatt mest tro på en valutakursmålsetting for pengepolitikken. Riktig nok er det liten tvil om at vår valutakursmålsetting til tider har medført at pengepolitikken har virket destabiliserende for norsk økonomi. Som nevnt over kunne en omlegging til et inflasjonsmål trolig også ha bidratt til økt klarhet om pengepolitikken. I tillegg ville en omlegging medføre at en, i hvert fall for noe tid, ville sluppet usikkerheten knyttet til om regimet vil bli endret.

På den annen side gir nok vårt nåværende regime tross alt mer stabil valutakursutvikling, og dermed mer stabile rammevilkår, for vår konkurranseutsatte sektor. Det er også usikkerhet knyttet til hvordan en overgang til et inflasjonsmål vil påvirke lønnsfastsettelsen. I økonomisk faglitteratur fremheves systemet for lønnsfastsettelse som helt sentralt for nivået på arbeidsledigheten. Det norske systemet, med gjennomgående betydelig koordinering på arbeidstaker - og arbeidsgiversiden, er trolig blant de bedre systemene. Lønnsveksten ble for høy ved årets oppgjør, men det er ikke grunnlag for å si at systemet har brutt sammen på varig basis.